

# **Straffbar innsidehandel med finansielle instrumenter**

En analyse av verdipapirhandelloven § 2-1, jf. § 14-3

Kandidatnr: 279

Veileder: Kristin Normann Aarum

Leveringsfrist: 25. april 2004

Til sammen 17985 ord

27.04.2004

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
<b>1.1</b>	<b>TEMA FOR AVHANDLINGEN</b>	<b>1</b>
<b>1.2</b>	<b>PRESISERINGER OG AVGRENSNINGER</b>	<b>2</b>
<b>1.3</b>	<b>MARKEDETS BEHOV FOR INFORMASJON</b>	<b>3</b>
1.3.1	AKERLOFS SITRONTEORI	3
1.3.2	REGULERING SOM VIRKEMIDDEL FOR Å NØYTRALISERE INFORMASJONSASYMMETRIEN	4
1.3.3	SAMMENHENGEN MELLOM INFORMASJON OG MARKEDETS PRISING AV FINANSIELLE INSTRUMENTER	5
<b>1.4</b>	<b>TERMINOLOGI</b>	<b>6</b>
1.4.1	INNSIDEHANDEL	6
1.4.2	INNSIDER	7
1.4.3	INNSIDEINFORMASJON	8
1.4.4	KORT OM DIREKTETRANSAKSJONER OG MARKEDSTRANSAKSJONER	9
<b>1.5</b>	<b>KILDER OG METODE</b>	<b>9</b>
1.5.1	LOV OG FORARBEIDER	9
1.5.2	RETTSPRAKSIS	10
1.5.3	FORVALTNINGSPRAKSIS OG RUNDSKRIV	13
1.5.4	EU'S INNSIDEHANDELSDIREKTIV OG MARKEDSMISBRUKSDIREKTIV	13
<b>1.6</b>	<b>DEN FAKTISKE FOREKOMSTEN AV STRAFFBAR INNSIDEHANDEL I NORGE</b>	<b>15</b>
<b>1.7</b>	<b>HENSYN SOM BEGRUNNER ET INNSIDEHANDELSFORBUD</b>	<b>16</b>
1.7.1	INNLEDNING	16
1.7.2	TILLIT TIL MARKEDET	16
1.7.3	BESKYTTELSE AV INVESTORENE, HERUNDER INNSIDERS MEDKONTRAHENT	17
1.7.4	BESKYTTELSE AV UTSTEDERFORETAKET	18
1.7.5	INNSIDEHANDELREGULERINGENS INTERNASJONALE UTBREDELSE	19
<b>1.8</b>	<b>HENSYN SOM TALER MOT ET INNSIDEHANDELSFORBUD</b>	<b>19</b>
1.8.1	INNSIDEHANDEL ER EN BRA MÅTE Å BELØNNE FORETAKSLEDELSEN	19
1.8.2	INNSIDEHANDEL BIDRAR TIL RIKTIG KURS PÅ DE FINANSIELLE INSTRUMENTENE	20
<b><u>2</u></b>	<b><u>NÆRMERE OM VPHL. § 2-1</u></b>	<b><u>20</u></b>
<b>2.1</b>	<b>STEDLIG VIRKEOMRÅDE</b>	<b>20</b>

<b>2.2</b>	<b>TRANSAKSJONSGJENSTANDEN</b>	<b>21</b>
2.2.1	<i>”FINANSIELLE INSTRUMENTER...”</i>	21
2.2.1.1	Innledning	21
2.2.1.2	Omsettelige verdipapirer	22
2.2.1.3	Derivater	23
2.2.2	<i>”...SOM ER ELLER SØKES NOTERT PÅ NORSK BØRS ELLER NORSK AUTORISERT MARKEDSPASS”</i>	25
2.2.3	<i>”OPSJON- ELLER TERMINKONTRAKT ELLER TILSVARENDE RETTIGHETER KNYTTET TIL SLIKE FINANSIELLE INSTRUMENTER”</i>	26
<b>2.3</b>	<b>HVILKE TYPER DISPOSISJONER OMFATTES AV FORBUDET?</b>	<b>26</b>
2.3.1	TEGNING	26
2.3.2	KJØP OG SALG	27
2.3.2.1	Innledning	27
2.3.2.2	De ordinære kjøp- og salgssituasjonene	28
2.3.2.3	Arv og gave	29
2.3.2.4	Pantsettelse og realisasjon av pantet	29
2.3.2.5	Utløsning/innløsning av aksjonærer	30
2.3.2.6	Plikt til å trekke ordre?	31
2.3.3	BYTTE	31
2.3.4	INNGÅELSE	32
<b>2.4</b>	<b>INNSIDEINFORMASJON – OPPLYSNINGER SOM OMFATTES AV FORBUDET</b>	<b>32</b>
2.4.1	INNLEDNING	32
2.4.2	HVA ER EN ”OPPLYSNING”?	33
2.4.3	INTET KRAV TIL OPPLYSNINGENES TILKNYTNING	35
2.4.3.1	Opplysninger om de finansielle instrumentene	35
2.4.3.2	Opplysninger om utstederforetaket	35
2.4.3.3	Opplysninger om andre forhold	36
2.4.4	KRAV TIL OPPLYSNINGENES KURSPÅVIRKENDE KARAKTER	36
2.4.4.1	Innledning	36
2.4.4.2	”egnet til å påvirke kursen”	37
2.4.4.3	Gjelder det ingen sensitivitetsterskel lenger?	39
2.4.4.4	Forholdet til opplysningsplikten	40
2.4.5	KRAV TIL OPPLYSNINGENES TILGJENGELIGHET	41
2.4.5.1	Innledning	41
2.4.5.2	”Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”	41
2.4.6	KRAV TIL FAKTISK KUNNSKAP	44
<b>2.5</b>	<b>HVILKE PERSONER OMFATTES AV FORBUDET?</b>	<b>45</b>

2.5.1	GENERELT	45
2.5.2	SÆRLIG OM INNSIDEHANDEL I REPRESENTASJONSFORHOLD	46
2.5.2.1	Representantens ansvar i representasjonsforholdet	47
2.5.2.2	Den representertes ansvar i representasjonsforholdet	48
<b>2.6</b>	<b>MISBRUKSRESERVASJONEN</b>	<b>49</b>
2.6.1	INNLEDNING	49
2.6.2	NÆRMERE OM DEN GENERELLE MISBRUKSRESERVASJONEN I VPHL. § 2-1	50
2.6.2.1	Meglerens passive utførelse av et konkret kundeoppdrag	51
2.6.2.2	Innsideinformasjonen er egnet til å påvirke kursen i en for innsider ugunstig retning	52
2.6.2.3	Direktetransaksjoner der partene har lik informasjon	52
2.6.2.4	Transaksjoner mellom nærstående	53
2.6.2.5	Handel på bakgrunn av lovbestemt plikt	53
2.6.2.6	Kjennskap til egne eller samarbeidende parter beslutninger	54
2.6.3	NÆRMERE OM DE SÆRLIGE LOVBESTEMTE UNNTAKENE	54
2.6.3.1	Normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt	54
2.6.3.2	Disposisjoner foretatt som ledd i statens penge- og valutapolitikk	55
<b><u>3</u></b>	<b><u>STRAFFEJEMMEL, SKYLDKRAV OG STRAFF</u></b>	<b><u>56</u></b>
<b>3.1</b>	<b>STRAFFEJEMMEL</b>	<b>56</b>
<b>3.2</b>	<b>SKYLDKRAV</b>	<b>56</b>
3.2.1	FORSETT	57
3.2.2	UAKTSOMHET	58
<b>3.3</b>	<b>STRAFF</b>	<b>59</b>
<b><u>4</u></b>	<b><u>MEDVIRKNING OG FORSØK</u></b>	<b><u>59</u></b>
<b>4.1</b>	<b>MEDVIRKNING</b>	<b>59</b>
4.1.1	GENERELT	59
4.1.2	SÆRLIG OM "TILSKYNDELSE"	60
<b>4.2</b>	<b>FORSØK</b>	<b>61</b>
<b><u>5</u></b>	<b><u>KILDEHENVISNINGER OG LITTERATUR</u></b>	<b><u>63</u></b>
<b>5.1</b>	<b>LOVER OG FORSKRIFTER</b>	<b>63</b>
<b>5.2</b>	<b>FORARBEIDER</b>	<b>63</b>
<b>5.3</b>	<b>RETTSPRAKSIS</b>	<b>64</b>

<b>5.4</b>	<b>EU-DIREKTIVER</b>	<b>64</b>
<b>5.5</b>	<b>RUNDSKRIV</b>	<b>64</b>
<b>5.6</b>	<b>ANNET</b>	<b>64</b>
<b>5.7</b>	<b>LITTERATUR</b>	<b>65</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Tema for avhandlingen

Tema for avhandlingen er straffbar innsidehandel med finansielle instrumenter etter lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 nr. 79 (vphl.) § 2-1 jf. § 14-3. Formålet er å gi en fremstilling og analyse av de viktigste problemstillinger og rettsspørsmål som reiser seg i forbindelse med bestemmelsen. Vphl. § 2-1 har overskriften ”misbruk av innsideopplysninger” og lyder:

”Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markedsplass eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke foretas av noen som har opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Tilsvarende gjelder inngåelse, kjøp, salg eller bytte av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner.

Første ledd gjelder bare ved misbruk av opplysninger som nevnt i første ledd. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.

Første ledd gjelder ikke disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge- og valutapolitikk.”

Overtredelse av bestemmelsen er sanksjonert med straff. Som ellers i strafferetten kreves det at både de objektive og de subjektive vilkårene for straff er oppfylt. De objektive vilkårene går frem av gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-1<sup>1</sup>, mens skyldkravet finnes i straffehjemmelen i vphl. § 14-3. Det kreves uaktsomhet eller forsett.<sup>2</sup>

Temaet straffbar innsidehandel har den senere tid fått stor oppmerksomhet i media. Dette skyldes ikke minst den såkalte Nagell-Erichsen-saken, se Borgarting lagmannsretts dom av 16. februar 2004. Videre har reglene om innsidehandel vært

---

<sup>1</sup> Se nærmere under punkt 2.

<sup>2</sup> Se nærmere under punkt 3.

gjenstand for viktige endringer den senere tid. Hovedformålet med endringene har vært å effektivisere og skjerpe forbudet. Også på grunn av disse endringene omtaler næringslivsmediene stadig mulige innsidetilfeller. På grunn av Norges internasjonale forpliktelser kan også nye direktiver fra EU/EØS nødvendiggjøre ytterligere endringer i den norske bestemmelsen. I skrivende stund foreligger et nytt direktiv fra EU. Det såkalte Markedsmisbruksdirektivet<sup>3</sup> er under behandling hos Kredittilsynet som skal vurdere hvorvidt dette nødvendiggjør en nasjonal lovendring. Tilsynet opplyser at deres vurderinger vil bli offentliggjort i løpet av april/mai 2004.<sup>4</sup>

## 1.2 Presiseringer og avgrensninger

Straff for overtredelse av innsidehandelsforbudet forutsetter at gjerningspersonen oppfyller alle straffbarhetsvilkårene. Avhandlingen vil imidlertid i hovedsak begrenses til den objektive gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-1 første ledd. De øvrige straffbarhetsvilkår, så vel de objektive som de subjektive, vil bare bli behandlet i begrenset grad.

Overtredelse av innsidehandelsforbudet vil normalt være motivert av ønske om økonomisk vinning. Som alternativ til politianmeldelse med begjæring om straff i medhold av vphl. § 14-3 og eventuell inndragning i medhold av straffeloven<sup>5</sup> (strl.) § 34, er Kredittilsynet gitt kompetanse til å beslutte vinningsavståelse, jf. vphl. § 14-2. Dette er en sivilrettslig sanksjon og en nærmere behandling faller således utenfor denne avhandlingen.

Avhandlingen tar for seg den særlige verdipapirrettslige reguleringen av straffbar innsidehandel i vphl. § 2-1. Enkelte tilfeller av ulovlig innsidehandel vil også kunne rammes av bestemmelser i den alminnelige straffelov. Dette vil først og fremst være strl. § 270, jf. § 272 om bedrageri. Disse bestemmelsene vil ikke bli nærmere behandlet.

---

<sup>3</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om innsiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)

<sup>4</sup> Se nærmere om direktivet under punkt 1.5.4.

<sup>5</sup> Almindelig borgerlig straffelov 22. mai 1902 nr. 10.

Innsidehandel med finansielle instrumenter kan få rettsvirkninger i forholdet mellom innsider og hans medkontrahent. Innsiders misbruk av innsideinformasjon kan gi medkontrahenten grunnlag for krav om å få kjent avtalen ugyldig eller revidert, jf. avtaleloven<sup>6</sup> (avtl.) §§ 30, 33 og 36. Misbruket kan også gi grunnlag for misligholdsbeføyelser i henhold til avtalen eller bakgrunnsretten, for eksempel kjøpsloven<sup>7</sup> (kjl.) Slik privatrettslig regulering av innsidehandel vil imidlertid ikke bli behandlet nærmere.

Prosessuelle spørsmål vil ikke bli behandlet.

### 1.3 Markedets behov for informasjon

#### 1.3.1 Akerlofs sitronteori<sup>8</sup>

Ingen kjøper noe ”i blinde”. For at et marked skal fungere, er det derfor helt avgjørende at potensielle kjøpere får informasjon om varene som tilbys. Markedet har behov for informasjon for å være likvid.

Nobelprisvinneren Georg Akerlof har beskrevet det markedsmessige informasjonsbehov for en gitt vare. Han benytter brukte biler som eksempel for sin tese. En bilselger kjenner bilens tilstand, mens kjøperen ikke har slik informasjon som selgeren besitter. Kjøperen diskonterer derfor sin risiko for å kjøpe en dårlig bil (”lemon”)<sup>9</sup> ved å ville betale en lavere pris. Dette fører til at en selger av en god bil ikke får en pris som er rimelig for bilen, og han trekker derfor bilen tilbake fra markedet. Selgere av dårligere biler oppfatter derimot prisen som fordelaktig og legger ut sine biler for salg. Dette fører til at biler med dårlig kvalitet vil dominere markedet, hvilket befester kjøperens oppfatning om at det innebærer en risiko å kjøpe bruktbil. Riktignok kan selgeren av dårlige biler forsøke å opplyse markedet om bilens gode kvaliteter i håp om å få en bedre pris, men kjøperen kan ikke avgjøre hvorvidt informasjonen er korrekt eller ei.

---

<sup>6</sup> Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldig viljeserklæringer 31. mai 1918 nr. 4.

<sup>7</sup> Lov om kjøp 13. mai 1988 nr. 27.

<sup>8</sup> Akerlof, G.A., The Market for ”Lemons”. Se nærmere i Hansen s. 14.

<sup>9</sup> På grunn av den sure ettersmaken.



På grunn av informasjonsasymmetrien, dvs. der ikke alle partene har lik tilgang på informasjon, blir resultatet at det omsettes færre biler. Markedet er med andre ord illikvid.

### 1.3.2 Regulering som virkemiddel for å nøytralisere informasjonsasymmetrien

Akerlofs sitronteori tar utgangspunkt i alminnelige markeder for omsetning av produkter og tjenester. Markedet for finansielle instrumenter vil imidlertid ikke skille seg vesentlig fra andre markeder og Akerlofs teori vil på samme måte ha gyldighet her.<sup>10</sup>

Teorien viser at markedet har behov for informasjon for å fungere optimalt. Dersom det er mangel på informasjon eller informasjonsfordelingen er asymmetrisk, blir markedet illikvid. For å sikre markedets funksjon må man ved rettslig regulering imøtegå, og på den måten nøytralisere, denne informasjonsasymmetrien. Dette kan gjøres på tre måter.<sup>11</sup>

For det første kan man aktivt gå inn for å utligne informasjonsasymmetrien ved å pålegge den informerte en plikt til å videregi sin informasjon til den eller de som har et informasjonsunderskudd. I verdipapirmarkedet er dette blant annet kommet til uttrykk ved bestemmelser om opplysningsplikt. Slike regler er for eksempel gitt ved børsloven<sup>12</sup> (børsl.) § 5-7 og børsforskriften<sup>13</sup> (børsf.) §§ 5-1 og 5-2. I medhold av disse bestemmelsene skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Det gjelder en særskilt plikt dersom kurssensitiv informasjon er kjent for, eller er i ferd med å bli kjent for ”uvedkommende”, jf. børsf. § 5-1 tredje ledd. Dette innebærer at selskapet blant annet må utligne all innsideinformasjon etter vphl. § 2-1 i markedet ved at denne offentliggjøres ved en børs melding, dersom selskapet har mistanke om at slik informasjon er i ferd med å tilflyte uvedkommende.

---

<sup>10</sup> Hansen s. 64.

<sup>11</sup> Hansen s. 14-15.

<sup>12</sup> Lov om børsvirksomhet 17. november 2000 nr. 80.

<sup>13</sup> FIN 1994-01-17 nr. 30.

Informasjonsasymmetri kan også skyldes at noen blir feilinformert, og den andre måten å unngå informasjonsasymmetri er således å forby spredning av uriktig informasjon. I verdipapirmarkedet er dette gjennomført for eksempel ved vphl. § 2-6 som inneholder et forbud mot kursmanipulasjon. I bestemmelsens annet ledd blir spredning av uriktige eller villedende opplysninger nevnt som typiske eksempler på slik manipulasjon.

Den tredje måten å imøtegå informasjonsasymmetri på er å forby utnyttelsen av en informasjonsfordel. I dette tilfellet vil ikke asymmetrien utjevnes, men den innebærer at innehaveren av informasjonen ikke får dra fordel av sitt informasjonsfortrinn. I verdipapirmarkedet er dette kommet til uttrykk gjennom bestemmelsen om misbruk av innsideopplysninger i vphl. § 2-1. Det er dette som er temaet for denne avhandlingen.

### 1.3.3 Sammenhengen mellom informasjon og markedets prising av finansielle instrumenter

Innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1 må bygge på en forutsetning om at kursen på finansielle instrumenter kan påvirkes av informasjon.<sup>14</sup>

Forholdet mellom informasjon og markedskurs har vært gjenstand for betydelig oppmerksomhet i juridisk og økonomisk teori.<sup>15</sup> Sammenhengen har blant annet kommet til uttrykk gjennom hypotesen om markedseffisiens. Den går ut på at kursen på de finansielle instrumentene i et effektivt marked reflekterer all tilgjengelig informasjon, og kursen tilpasses raskt ny informasjon som kommer til. I et fullt ut effisient marked tenker en seg ikke at prisen på et finansielt instrument blir bestemt av skjæringspunktet mellom en stigende tilbudskurve og en fallende etterspørselskurve, slik en gjerne ser at prisen bestemmes i et marked for en vare. I et perfekt marked skal altså ikke en økning i tilbudet av et finansielt instrument i seg selv endre kursen på instrumentet, med mindre økningen i tilbudet også gir informasjon til markedet.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Sæbø s. 28.

<sup>15</sup> Sæbø s. 29-30 med videre henvisninger.

<sup>16</sup> NOU 1996:2 s. 25.

Hypotesen om markedseffisiens har imidlertid vært kritisert. I praksis kan man ofte observere at kursen på et finansielt instrument beveger seg uavhengig av om ny informasjon når markedet. Dette kan for eksempel skyldes psykologiske forhold som frykt eller gruppementaltitet, eller markedstekniske forhold. Videre kan det tenkes at informasjonen i og for seg er tilgjengelig, men at markedet ikke enda har oppdaget betydningen av den.<sup>17</sup>

Til tross for disse svakhetene ved hypotesen må det antas at det er en nær sammenheng mellom informasjon og markedets prising av finansielle instrumenter. Kjennskap til ny informasjon før den tilflyter markedet gir derfor investor et konkurransefortrinn i forhold til andre aktører i markedet.

## 1.4 Terminologi

### 1.4.1 Innsidehandel

Begrepet ”innsidehandel” forekommer ikke i verdipapirhandelloven, der uttrykket ”misbruk av innsideopplysninger” er brukt.<sup>18</sup> Begrepet benyttes gjerne som en kortform på den gjerningsbeskrivelsen som kommer til uttrykk i vphl. § 2-1 første ledd; handel med finansielle instrumenter på bakgrunn av opplysninger som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Slik innsidehandel kan være lovlig eller ulovlig. Kun der det foreligger ”misbruk” av opplysningene vil handelen være ulovlig, jf. vphl. § 2-1 annet ledd.<sup>19</sup> I denne avhandlingen vil begrepet reserveres for den ulovlige innsidehandelen.

For at den ulovlige innsidehandelen også skal være straffbar kreves det i tillegg at de subjektive vilkårene for straff er oppfylt. Slik jeg benytter begrepet ”innsidehandel” her, er det ikke noen forutsetning at disse vilkårene er oppfylt. Det er med andre ord tilstrekkelig at man står overfor en objektiv overtredelse av innsidehandelsforbudet. Der

---

<sup>17</sup> Sæbø s. 30.

<sup>18</sup> Begrepet ble i Norge første gang brukt i forarbeidene til loven av 1985, og var et uttrykk for ønsket om å finne en norsk betegnelse for det engelskspråklige uttrykk ”insider trading”.

<sup>19</sup> Nærmere om misbruksreservasjonen under punkt 2.6.

jeg benytter begrepet ”straffbar innsidehandel”, vil imidlertid både de objektive og de subjektive vilkårene for straff foreligge.

”Innsidehandel” benyttes også i noen tilfeller som betegnelse på handel med finansielle instrumenter som er meldepliktig etter vphl. § 3-1.<sup>20</sup> Dette fordi at meldeplikten påhviler en gruppe innsidere, nærmere bestemt visse tillitsvalgte og ansatte i utstederforetaket. Denne typen handel vil i seg selv ikke være ulovlig eller straffbar så lenge den er meldt til børsen.<sup>21</sup> Handelen vil imidlertid kunne rammes av vphl. § 2-1 dersom vilkårene der er oppfylt. I det følgende vil uttrykket ”innsidehandel” bare benyttes om de tilfellene som rammes av vphl. § 2-1. Handel som må vurderes etter vphl. § 3-1 betegnes som ”meldepliktig handel”.

#### 1.4.2 Innsider

Begrepet innsider benyttes i den moderne børsrettslige terminologien etter amerikansk modell for å beskrive et subjekt som er i besittelse av ikke offentliggjort kurspåvirkende informasjon og som dermed er underkastet forbudet mot å utnytte denne kunnskapen for egen eller andres vinning.<sup>22</sup> Begrepet benyttes ikke i verdipapirhandeloven, men er en nyttig kortform for å unngå unødige sitater fra lovteksten.

Den klassiske innsideren er den som handler finansielle instrumenter og som har en særlig tilknytning til det foretaket som har utstedt instrumentene, for eksempel gjennom ansettelsesforhold eller tillitsverv. Slike posisjoner antas å kunne gi innehaveren en særlig tilgang til kurssensitiv informasjon. I teorien betegnes disse gjerne som ”primærinnsidere”<sup>23</sup>, og vil typisk være styremedlemmer eller ledende ansatte i foretaket.

Uttrykket innsider omfatter også den som ikke har slik tilknytning til utstederforetaket som primærinnsideren, men som på annet grunnlag har tilegnet seg ikke offentliggjort, kurspåvirkende informasjon. Dette kan skje gjennom andre løsere tilknytningsforhold,

---

<sup>20</sup> Christiansen/Bjørland s. 118.

<sup>21</sup> For en nærmere redegjørelse for meldepliktens innhold og begrunnelse, se f.eks. Bergo s. 477 flg.

<sup>22</sup> Sandeberg s. 21.

<sup>23</sup> Se f.eks. Reed s. 22 og Christiansen/Bjørland s. 130.

for eksempel som foretakets advokat eller regnskapsfører, eller helt tilfeldig. I teorien betegnes disse gjerne som ”sekundærinnsidere”<sup>24</sup>.

I forhold til vphl. § 2-1 er det ikke avgjørende om den handlende er primærinnsider eller sekundærinnsider. Forbudet gjelder for enhver. Skillet har imidlertid betydning for rekkevidden av andre bestemmelser i loven. Her kan særlig nevnes bestemmelsen i vphl. § 2-3 om undersøkelsesplikt for primærinnsidere. Undersøkelsesplikten representerer en skjerpet aktsomhetsregel for primærinnsidere i forhold til det alminnelige innsidehandelsforbudet. Mens man etter vphl. § 2-1 krever positiv kjennskap til opplysningen for at handelen skal kunne utgjøre innsidehandel<sup>25</sup>, har man ved undersøkelsesplikten straffebelagt den uaktsomme unnlattelse av å gjøre seg kjent med innsideopplysninger, om enn med en mildere strafferamme.

#### 1.4.3 Innsideinformasjon

Uttrykket ”innsideinformasjon” benyttes heller ikke i loven, men er en vanlig betegnelse på den typen informasjon som utløser forbudet i vphl. § 2-1. I loven er denne typen informasjon betegnet som ”...opplysninger...som er egnet til å påvirke kursen...og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”. Man kan dele opp den kurssensitive informasjonen i tre grupper. Utstедerspesifikk informasjon, informasjon om de finansielle instrumentene som sådanne og annen kursrelevant informasjon.<sup>26</sup>

I relasjon til vphl. § 2-1 hvor spørsmålet er om det foreligger informasjonsasymmetri som parten ikke kan utnytte, vil ”innsideinformasjon” gi uttrykk for at han har et illegitimt informasjonsfortrinn. Illegitimiteten kommer til uttrykk ved at transaksjonen kan innebære en overtredelse av det straffesanksjonerte forbudet i vphl. § 2-1.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Se f.eks. Reed s. 22 og Christiansen/Bjørland s. 130.

<sup>25</sup> Se nærmere om dette vilkåret under punkt 2.4.6.

<sup>26</sup> Se nærmere under punkt 2.4.3.

<sup>27</sup> Sæbø s. 73.

#### 1.4.4 Kort om direktetransaksjoner og markedstransaksjoner

Transaksjoner med finansielle instrumenter kan skje på to prinsipielt forskjellige måter; ved direktetransaksjoner og markedstransaksjoner.<sup>28</sup>

En direktetransaksjon kjennetegnes ved at partene som skal kontrahere har direkte kontakt med hverandre og på grunnlag av dette inngår en avtale om for eksempel kjøp eller salg. En markedstransaksjon kjennetegnes derimot ved at partene ikke kjenner hverandres identitet, og at handelen kommer i stand ved hjelp av en mellommann, typisk en fondsmegler. Handelen skjer ved at megleren henvender seg til en eller flere andre meglere gjennom markedssystemet og slutter avtale i eget navn med en annen megler som opptre i samme øyemed og på samme måte på vegne av sin oppdragsgiver.

I relasjon til innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1 er sontringen i utgangspunktet ikke av betydning. Den som handler på grunnlag av innsideinformasjon vil kunne rammes av forbudet uansett transaksjonsmåte. Når det likevel foretas en sontring mellom direktetransaksjoner og markedstransaksjoner skyldes dette særlig at de legislative hensyn bak innsidehandelsforbudet varierer avhengig av transaksjonstype.<sup>29</sup>

### 1.5 Kilder og metode

#### 1.5.1 Lov og forarbeider

De fleste aktuelle rettsspørsmål innenfor emnet straffbar innsidehandel er i dag gjenstand for lovregulering, først og fremst i verdipapirhandeloven. Men også børsloven med tilhørende forskrifter inneholder en rekke viktige bestemmelser. Verdipapirhandeloven trådte i kraft 1. desember 1997 og avløste lov om verdipapirhandel 14. juni 1985 nr. 61.

I loven av 1985 ble det for første gang i Norge innført regler om innsidehandel. Det ble vedtatt en privatrettslig ugyldighetsregel, jf. § 49, og et straffesanksjonert forbud mot misbruk av fortrolig selskapsinformasjon, jf. §§ 6 og 62. På bakgrunn av blant annet Norges forpliktelser etter Rådsdir. 89/592, art. 2 ("Innsidedirektivet") ble det i 1989 og

---

<sup>28</sup> Sæbø s. 8-9.

<sup>29</sup> Se nærmere under punkt 1.7.

1991 foretatt endringer i lovens § 6 som medførte en viss utvidelse av forbudet og en økning av strafferammen fra 1 til 6 års fengsel. I 1999 ble bestemmelsene om innsidehandel tatt opp til fornyet vurdering da man ved enkelte anledninger så at lovens bestemmelser ikke virket tilstrekkelig effektivt. De forslåtte endringene ble med visse modifikasjoner innført ved lov 15. juni. 2001 nr. 43.

Til innsidehandelsforbudet knytter det seg etter hvert omfattende forarbeider. Dette skyldes ikke minst de mange endringene som bestemmelsen har vært gjenstand for. Forarbeidene til gjeldende lov med senere endringer fremstår som godt gjennomarbeidede. Forarbeider til innsidebestemmelsen slik den lød i loven av 1985 er av en annen karakter. Disse bidrar primært med kasuistiske synspunkter, og er kortfattede, i alle fall når det gjelder gjennomgangen av bestemmelsens rekkevidde.<sup>30</sup> Til tross for at disse knytter seg til den tidligere innsidebestemmelsen, vil de ha en viss rettskildemessig verdi. Flere av de sentrale vurderingstemaene finnes igjen i dagens forbudsbestemmelse.

### 1.5.2 Rettspraksis

Rettspraksis på området er sparsom. Det foreligger fem rettskraftige dommer om straffbar innsidehandel i Norge, hvorav tre førte til domfellelse.<sup>31</sup> Da det i alle tilfellene er tale om underrettspraksis, vil disse avgjørelsene bare ha begrenset rettskildemessig verdi. Videre er alle avgjørelsene, med unntak av den såkalte Skippervold-dommen, knyttet til innsidehandelsforbudet slik det lød før endringen i 2001.<sup>32</sup> I mangel av relevant høyesterettspraksis kan disse imidlertid være egnet til å belyse enkelte problemstillinger og tolkningsalternativer i tilknytning til dagens forbudsbestemmelse, og jeg vil derfor gi en kort beskrivelse av hver av de fem avgjørelsene. Jeg begrenser

---

<sup>30</sup> Reed s. 17-18.

<sup>31</sup> I tillegg foreligger en fellende dom fra Oslo tingrett i sak nr. 03-015911 MED-OTIR/09. Dommen er datert 15. april 2004 og ankefristen er i skrivende stund ikke utløpt. Domfelte ble idømt 45 dager betinget fengsel for uaktsom innsidehandel. Bakgrunnen var en samtale med en megler der domfelte fikk et tips om å kjøpe Tomra-aksjer. Megleren var på dette tidspunkt i ferd med å fullføre en større ordre på vegne av fire primærinnsidere i selskapet. Etter samtalen kjøpte domfelte en million Tomra-aksjer.

<sup>32</sup> Se nærmere om bestemmelsens ordlyd før endringen under punktene 2.4.2, 2.4.4.1 og 2.4.5.1.

meg i dette punkt til en beskrivelse av saksforholdene, men vil i fremstillingen forøvrig fortløpende trekke frem enkelte rettsspørsmål der det er naturlig.

Den såkalte Nagell-Erichsen-dommen<sup>33</sup> endte med domfellelse. Domfelte som kontrollerte en større aksjepost i Finansbanken ASA, ble den 16. desember 1998 oppringt av en kjent megler i det norske verdipapirmarkedet med forespørsel om han aksepterte å bli gjort til innsider i Finansbanken. Domfelte aksepterte dette. Deretter ble han fortalt at megleren ringte på vegne av en stor, seriøs aktør, og at det var mulig noe ville skje i Finansbanken innen 31. desember 1998. Domfelte samtykket i å ikke bevege sin aksjepost inntil denne dato. Til tross for dette kjøpte han gjennom en sveitsisk bank aksjer i Finansbanken ASA den 23. desember 1998. Storebrand ASA, som var meglerens oppdragsgiver, offentliggjorde den 6. januar 1999 at selskapet ville fremsette et tilbud til samtlige aksjonærer i Finansbanken. Retten konkluderte med at de opplysningene som ble gitt i telefonsamtalen oppfylte kravene til innsideinformasjon i vphl. § 2-1 slik den lød før endringen i 2001. Domfelte ble idømt en straff på ett års fengsel hvorav en måned ubetinget, samt vinningsavståelse av hele den faktiske vinning.

Den såkalte Skippervold-dommen<sup>34</sup> er en tilståelsesdom. Bakgrunnen var at domfelte, som ledd i en bookbuildingprosess<sup>35</sup>, ble kontaktet av en megler. Samtalen ble innledet med at domfelte samtykket i å bli gjort til innsider i det børsnoterte selskapet Pan-Fish ASA. Deretter fikk han informasjon om at en stor aksjepost i selskapet (ca. 17%) skulle tvangsselges, og megleren spurte om han ville tegne seg. Domfelte tegnet seg ikke. Istedenfor ringte han like etter til en annen megler og solgte aksjer i Pan-Fish (såkalt shortsalg, dvs. han solgte aksjer han ikke hadde). Markedet ble kort tid etter informert om tvangssalget gjennom børsens meldingssystem, og kursen på Pan-Fish-aksjer falt kraftig. Dommen lød på 90 dagers betinget fengsel og 50.000 kroner i bot.

---

<sup>33</sup> Dom avsagt av Borgarting lagmannsrett 16. februar 2004 i sak nr. 03-01353 M/02.

<sup>34</sup> Dom avsagt av Oslo tingrett 31. mars 2003 i sak nr. 03-02290 F/29.

<sup>35</sup> Bookbuilding betegner en prosess der formålet er å sette sammen en gruppe kjøpere til en aksjepost. Innenfor et fastsatt prisintervall hentes det inn bud fra markedet. På bakgrunn av etterspørselen fastsettes den endelige aksjekursen.



Den såkalt Peppes-dommen<sup>36</sup> var også fellende. Bakgrunnen var Narvesen AS' beslutning i august 1994 om kjøp av Peppes Pizza AS. Tilbudsprisen lå betydelig over børskursen. Dagen før offentliggjøringen av tilbudet fremsatte Narvesen AS som ledd i oppkjøpstrategien, konfidensielle tilbud til større investorer om kjøp av samtlige aksjer i Peppes Pizza AS. Slikt tilbud ble bl.a. fremsatt til Vesta Forsikring AS. I egenskap av porteføljeforvalter i Vesta Forsikring AS mottok den domfelte gjennom sin overordnede opplysninger om det konfidensielle oppkjøpstilbudet. Den domfelte kjøpte deretter via en stråmann aksjer i Peppes Pizza AS, og ble ilagt en straff på betinget fengsel i 6 måneder og en bot på kr. 40.000.

Den første frifinnende dommen, den såkalte Sævik Supply-dommen<sup>37</sup>, gjaldt en ledende ansatt i Sævik Supply ASA som for regning av en nærstående la inn ordre om kjøp av aksjer i selskapet seks dager før et utenlandsk selskap fremsatte et oppkjøpstilbud på samtlige aksjer i selskapet. Vedkommende hadde gjennom sin deltakelse i styremøte i utstederforetaket 10 dager før ordren ble inngitt, mottatt opplysninger om den utenlandske interessen for selskapet. Den nærstående overdro deretter aksjene til det overtakende selskap med en kursgevinst på ca. 33%. Frifinnelsen var her basert på at opplysningene ikke hadde "vesentlig" kurspåvirkende potensial, jf. vphl. § 2-1 slik den lød før lovendringen i 2001.

Den andre frifinnende dommen, den såkalte Nora-dommen<sup>38</sup>, gikk i korte trekk ut på at to styremedlemmer i Nora Industrier AS foretok kjøp av Nora-aksjer til tross for at de på et foregående styremøte fikk opplysninger om Nora Industrier AS' pågående drøftinger med Orkla AS vedrørende en mulig fusjon mellom selskapene. Frifinnelsen var her bl.a. basert på at retten ikke fant det bevist at opplysningene gikk lengre enn det markedet visste fra før om samtalene med Orkla og mulighetene for fusjon.

---

<sup>36</sup> Dom avsagt av Bergen byrett 15. desember 1995 i sak nr. 95-02141 M/702.

<sup>37</sup> RG 2000 s. 858.

<sup>38</sup> Dom avsagt av Oslo byrett 24. juni 1993 i sak nr. 92-07146 M/45.

### 1.5.3 Forvaltningspraksis og rundskriv

Det finnes en viss forvaltningspraksis på område i form av enkeltavgjørelser og rundskriv fra Kredittilsynet og Oslo Børs. Kredittilsynet skal blant annet ta stilling til mulige overtredelser av innsidehandelsforbudet og eventuelt melde slike overtredelser til påtalemyndighetene, jf. kredittilsynsloven<sup>39</sup> (kredttl.) § 6. Oslo Børs har på sin side en plikt til å foreta en løpende kontroll av den daglige omsetningen på børsen, jf. børsloven § 5-11, og oversende til Kredittilsynet undersøkelsessaker der det er mistanke om straffbar innsidehandel, jf. vphl. § 12-1 tredje ledd. Terskelen for oversendelse skal ikke være høy.<sup>40</sup> Slike avgjørelser offentliggjøres normalt ikke, og vil således ha liten rettskildemessig verdi.

Rundskrivene må betraktes som uttrykk for Kredittilsynets og Oslo Børs' praksis, eller uttrykk for hva organenes praksis vil bli, vedrørende de aktuelle spørsmål. Den omstendighet at rundskrivene offentliggjøres, øker deres utbredelse og dermed den rettskildemessige betydningen det kan være grunn til å gi dem.<sup>41</sup> Rundskrivene er videre innrettet på å gi informasjon til investorer om aktuelle problemstillinger, og om hvordan disse vurderes. Innsidehandelreguleringens til dels kompliserte og uklare innhold samt investorenes behov for forutberegnlighet tilsier at rundskrivene tillegges en viss rettskildemessig vekt til investorers og andre adressaters gunst.<sup>42</sup>

Det sentrale rundskrivet på området er Kredittilsynets rundskriv 22/2001. Rundskrivet vil i denne avhandlingen bli benyttet som kildemateriale i flere sammenhenger.

### 1.5.4 EUs innsidehandelsdirektiv og markedsmisbruksdirektiv

Børs- og verdipapirretten er internasjonalt rettet med betydelig regulering innenfor EU/EØS-område, bl.a. i form av rådsdirektiver. EU-direktivene er ikke i seg selv gjeldende norsk rett, men krever særskilt inkorporering gjennom lov eller forskrift. Verdipapirhandelloven inkorporerer en rekke ulike direktivbestemmelser, hvorav de

---

<sup>39</sup> Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskap og verdipapirhandel m.v. 7. desember 1956 nr. 1.

<sup>40</sup> Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs av mars/april 2001 s. 4.

<sup>41</sup> Sæbø s. 20.

<sup>42</sup> Sæbø s. 21.

fleste er påkrevd som følge av Norges folkerettslige forpliktelser overfor EU gjennom EØS-avtalen. Det sentrale direktivet på innsidehandelsområde er i dag Rådssdir. 89/592 ("Innsidehandelsdirektivet"). Direktivet stiller krav om at medlemslandene, med visse avgrensninger, skal innføre forbud mot innsidehandel, forbud mot formidling av innsideinformasjon samt tilskyndelse til kjøp/salg av finansielle instrumenter på et tidspunkt hvor en har innsideinformasjon. Direktivet er implementert i norsk rett gjennom vphl. kap. 2 og 3.

Som nevnt under punkt 1.1 foreligger det i dag et nytt direktiv på området. Det såkalte Markedsmisbruksdirektivet skal erstatte Innsidehandelsdirektivet fra 1998, som antas å ikke virke etter sin hensikt, og som dessuten ikke har bestemmelser om utilbørlig markedspåvirkning. Medlemsstatene har frist til 12. oktober 2004 til å oppfylle det nye direktivet, jf. direktivets art. 18. I skrivende stund vurderer Kredittilsynet hvorvidt direktivet fordrer endringer i bl.a. vphl. § 2-1. Da det er antatt at direktivet er et såkalt minimumsdirektiv og den norske innsidebestemmelsen på de fleste områder går like langt eller lenger enn det som kreves etter direktivet, er det imidlertid liten grunn til å tro at implementeringen av dette vil måtte medføre vesentlige nasjonale endringer.

Norsk rett presumeres å være i overensstemmelse med Norges folkerettslige forpliktelser, jf. blant annet EØS-avtalen. Direktivene vil således i stor grad være relevante ved fortolkningen av vphl. § 2-1. Dette må blant annet innebære at dersom det foreligger flere forsvarlige tolkningsalternativer, vil det være grunnlag for å velge det som best oppfyller direktivenes minimumskrav. På den annen side vil for eksempel det strafferettslige legalitetsprinsipp være til hinder for å tolke det straffesanksjonerte innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1 utvidende for å avhjelpe manglende oppfyllelse av minimumskravene.<sup>43</sup>

---

<sup>43</sup> For en nærmere og generell behandling av forholdet mellom norsk rett og folkerett, se f.eks. Eckhoff/Helgesen s. 299 flg.

## 1.6 Den faktiske forekomsten av straffbar innsidehandel i Norge

Det er vanskelig å ha noen sikker formening om den faktiske forekomsten av straffbar innsidehandel i Norge. Et naturlig utgangspunkt ved vurderingen vil være å se på antall domfellelser på område. Som nevnt under punkt 1.5.2 har spørsmålet om straffbar innsidehandel bare vært oppe til pådømmelse i fem saker her i landet, og kun tre av disse endte med domfellelse. Isolert sett skulle dette tilsi at innsidehandel ikke er noe stort praktisk problem. Det er imidlertid antatt at innsidehandel forekommer i betydelig grad.<sup>44</sup> En rekke internasjonale, empiriske undersøkelser underbygger dette<sup>45</sup>, og det er ikke grunn til at det norske verdipapirmarkedet skal stå i en særstilling i så måte.<sup>46</sup>

Når det gjelder innsidehandel ved markedstransaksjoner kan tallmateriale fra Oslo Børs og Kredittilsynet gi en viss indikasjon på det faktiske omfanget. Tallene viser at børsen i perioden fra 1. januar 2000 og frem til april 2004 har oversendt 93 saker til Kredittilsynet med mistanke om innsidehandel.<sup>47</sup> Etter nærmere bearbeidelse har tilsynet i samme periode anmeldt 14 av disse sakene til ØKOKRIM.<sup>48</sup> Bare ytterst få har endt med siktelse. Det er således et stort sprik mellom antall saker som børsen og Kredittilsynet antar kan innebære en overtredelse av forbudet og det antall saker som faktisk resulterer i en siktelse.

Noe av årsaken til dette vil selvfølgelig være at børsen og tilsynet ikke foretar noen fullstendig faktisk og rettslig vurdering av sakene. De vil dermed sende videre saker der det etter en nærmere undersøkelse viser seg at det ikke kan være tale om et straffbart forhold. Hovedårsaken synes likevel å være de store bevis- og håndhevelsesproblemene man står overfor. Særlig er det vilkåret i vphl. § 2-1 om at innsider må ha innsideinformasjon, som gjør det vanskelig å konstatere overtredelse av forbudet.<sup>49</sup> Ikke sjelden må Kredittilsynet og ØKOKRIM henlegge saker på grunn av bevisets stilling.

---

<sup>44</sup> Sæbø s. 9.

<sup>45</sup> Sæbø s. 9 med videre henvisninger til blant annet Jaffe, Finnerty, Keown/Pinkerton og Reikvam.

<sup>46</sup> NOU 1978:42 s. 107.

<sup>47</sup> Tallet er innhentet ved henvendelse til Oslo Børs.

<sup>48</sup> Tallet er innhentet ved henvendelse til Kredittilsynet.

<sup>49</sup> Se nærmere om dette vilkåret under punkt 2.4.6.

Ved direkte transaksjoner, der handelen normalt ikke er underlagt noen form for oppsyn eller kontroll, vil det være enda vanskeligere å oppdage og dermed straffe en overtredelse av innsidehandelsforbudet. Dette sett i sammenheng med de store gevinstmulighetene må antas å kunne friste mange til å misbruke innsideinformasjon i transaksjonsøyemed.

Det må på denne bakgrunn antas at straffbar innsidehandel faktisk forekommer i ikke ubetydelig grad. Hvor stort omfanget er, er det imidlertid vanskelig å si noe sikkert om.

## 1.7 Hensyn som begrunner et innsidehandelsforbud

### 1.7.1 Innledning

Verdipapirhandelens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jf. vphl. § 1-1. Forbudet mot innsidehandel er en viktig del av den samlede regulering av dette marked. Det sentrale formål med forbudet mot innsidehandel er i dag å bidra til å skape tillitt til markedet<sup>50</sup>, men reglene om innsidehandel har også vært, og til dels er, begrunnet i hensynet til å beskytte medkontrahenter og utstedere.

### 1.7.2 Tillit til markedet

Sikker handel med finansielle instrumenter forutsetter at informasjon i forbindelse med transaksjoner er så pålitelig og fullstendige som mulig. Av denne grunn bør det finnes regler som forbyr enkeltpersoner å utnytte informasjon som ikke er tilgjengelig for de øvrige markedsdeltakerne. Dersom informasjonen er upålitelig eller ujevnt fordelt mellom markedsdeltakerne, vil noen av disse ha en fordel på bekostning av de øvrige. På lengre sikt vil man måtte anta at ujevn fordeling av informasjon vil bidra til å redusere tilliten til markedet generelt. Ved svekkelse av tilliten til markedet antas også investorenes villighet til å delta i markedet, og dermed markedets likviditet, å bli redusert.<sup>51</sup> Uten et effektivt innsidehandelsforbud ville dermed markedet for finansielle instrumenter ikke kunne oppfylle sin samfunnsmessige funksjon, som er å bidra til å

---

<sup>50</sup> NOU 1978:42 s. 112 flg., Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 5.

<sup>51</sup> Sæbø s 33.

skaffe kapital til norsk næringsliv. Det vesentlige er å bevare markedet som en nødvendig og ønskelig finansieringskilde.<sup>52</sup>

Sammenlignet med andre markedsplasser er det norske markedet lite. Det har færre aktører og mindre kapitalgrunnlag. Dette innebærer at markedet er relativt gjennomskiktig og ekstra sårbart for tillitsbrudd.

Hensynet til å bevare og styrke tilliten til markedet for finansielle instrumenter er også anført som begrunnelse for transaksjonsforbudet i Innsidehandelsdirektivet og i en rekke andre lands lovgivning om innsidehandel.<sup>53</sup>

### 1.7.3 Beskyttelse av investorene, herunder innsiders medkontrahent

Som nevnt under punkt 1.2 kan innsidehandel med verdipapirer i enkelte tilfeller føre til privatrettslig ugyldighet i medhold av avtl. §§ 30, 33 eller 36, eller straff i medhold av strl. § 270 om bedrageri. Slike regler kan til en viss grad være egnet til å beskytte innsiders medkontrahent og andre investorer. Verdipapirhandellovutvalget fant imidlertid at disse bestemmelsene ikke ville være tilstrekkelige eller tilfredsstillende, og at det fortsatt var behov for en særlig verdipapirrettslig regulering.<sup>54</sup>

Hensynet til beskyttelse av investorene stiller seg forskjellig avhengig av om man står overfor en direktetransaksjon eller en markedstransaksjon.

Ved markedstransaksjoner kan det hevdes at investorene ikke vil lide noe tap som følge av transaksjonen. I forhold til den enkelte medkontrahent vil dette synspunktet langt på vei kunne medføre riktighet. I et organisert marked der det handles anonymt og til markedsbaserte priser ville medkontrahenten, dersom innsider hadde unnlatt å kontrahere, uansett ha inngått en kontrakt med en annen motpart til samme pris. Dette kan likevel ikke gjelde for investorene generelt. Innsiderens deltakelse i markedet med gevinst må nødvendigvis ha til motstykke et tilsvarende tap på en eller flere andre

---

<sup>52</sup> Reed s. 34.

<sup>53</sup> Sæbø s. 34 med videre henvisninger til preambelet i Innsidehandelsdirektivet og dessuten amerikansk føderal rett.

<sup>54</sup> For nærmere begrunnelse, se NOU 1996:2 s. 55.

investorers hånd.<sup>55</sup> Tapet kan altså ramme medkontrahenten direkte eller spres på alle de øvrige investorene. Ettersom det vanligvis er tilfeldig hvilken investor som lider tap ved innsidehandel og det dessuten vil være vanskelig å identifisere disse investorene, vil hensynet til investorene ikke i seg selv stå særlig sentralt ved markedstransaksjoner.<sup>56</sup>

Ved direktetransaksjoner vil imidlertid hensynet til beskyttelse av medkontrahenten være sentralt.<sup>57</sup> I slike tilfeller vil det være en synlig og direkte sammenheng mellom innsiders gevinst og medkontrahentens tap. Medkontrahenten vil for eksempel påføres et tap som gjenspeiler innsiders gevinst, hvis innsider kjøper aksjer av ham med kunnskap om at kursen sannsynligvis vil stige på grunn av et nært forestående oppkjøp av utstederforetaket.

#### 1.7.4 Beskyttelse av utstederforetaket

Beskyttelse av utstederforetaket er også et hensyn som begrunner et innsidehandelsforbud. Hensynet knytter seg særlig til det behov foretaket har til å sikre at primærinnsidere ikke utnytter opplysninger om foretakets interne forhold i forbindelse med handel i de finansielle instrumentene. Foretakets virksomhet kan bli influert på en uheldig måte ved at ledelsen ønsker å profitte på innsidehandel. Slik handel vil kunne skade tilliten til foretaket fra for eksempel aksjonærer, kunder, investorer m.v. Innsidehandel vil dessuten være i strid med den lojalitetsplikten som følger av ansettelses-, oppdrags- og tillitsmannsforhold.<sup>58</sup> Begrunnelsen er dels at innsideinformasjonen tilhører foretaket, dels at innsideren ikke skal oppnå "secret profits".<sup>59</sup>

---

<sup>55</sup> Sæbø s. 43.

<sup>56</sup> Sæbø s. 45.

<sup>57</sup> Sæbø s. 45.

<sup>58</sup> Se Rt. 1990 s. 607, hvor det ble lagt til grunn at det foreligger en alminnelig, ulovfestet lojalitets- og troskapsplikt i ansettelsesforhold.

<sup>59</sup> Sæbø s. 46.

### 1.7.5 Innsidehandelreguleringens internasjonale utbredelse

Det er et mål i seg selv at det norske markedet for finansielle instrumenter skal være konkurransedyktig overfor tilsvarende markeder i andre land.<sup>60</sup>

Utlendinger utgjør en viktig kapitalkilde for norske bedrifter gjennom sin store eierandel i de finansielle instrumentene som er notert på Oslo Børs.<sup>61</sup> For å opprettholde disse investorenes interesse for det norske markedet, er det viktig å ha markedsreguleringer som ikke skiller seg vesentlig fra det andre konkurrerende markeder har innført. Det vil således være et selvstendig argument for et straffesanksjonert innsidehandelsforbud at de fleste markedene vi kan sammenligne oss med har innført slike regler.

På det europeiske plan må det her særlig vises til Innsidehandelsdirektivet og det nye Markedsmisbruksdirektivet. Medlemslandene står fritt til å vedta strengere regler enn direktivene gir anvisning på. Her bør det imidlertid foretas en avveining mellom ønske om et effektivt handelsforbud og ønske om et konkurransedyktig marked.

## 1.8 Hensyn som taler mot et innsidehandelsforbud

Selv om det i dag er bred enighet om at et innsidehandelsforbud er en nødvendig forutsetning for et velfungerende marked, kan det også tenkes hensyn som taler mot et slikt forbud. Jeg vil i det følgende kort ta for meg de argumentene som særlig har vært gjort gjeldende i teorien.

### 1.8.1 Innsidehandel er en bra måte å belønne foretaksledelsen

Et av argumentene mot en regulering er at muligheten for innsidehandel kan være en måte å belønne foretaksledelsen.<sup>62</sup> Ved å tillate disse personene å utnytte foretaksspesifikk, kurssensitiv informasjon i transaksjonsøyemed gis de incentiv til å arbeide aktivt for å bedre foretakets stilling. For aksjonærene kan dette også innebære en billigere og mer effektiv måte å avlønne sine ansatte på, enn gjennom ordinære

---

<sup>60</sup> NOU 1996:2 s. 30.

<sup>61</sup> Pr. april 2004 utgjør utlendingers eierandel 27,72% (kilde: Oslo Børs)

<sup>62</sup> Sæbø s. 52.



lønnsutbetalinger. Mot dette argumentet finnes flere innvendinger. Blant annet er det nødvendigvis ikke ledelsen som fortjener en belønning som får tilgang til innsideinformasjonen. Videre kan innsideinformasjon om at foretaket går dårlig lede til personlig vinning ved at innsideren får solgt før informasjonen blir offentliggjort.

### 1.8.2 Innsidehandel bidrar til riktig kurs på de finansielle instrumentene

Som vist i punkt 1.3.3 er det antatt at det er en nær sammenheng mellom informasjon og markedets prising av finansielle instrumenter. Enkelte har på denne bakgrunn hevdet at innsidehandel bidrar til å få frem instrumentenes virkelige verdi.<sup>63</sup> Det er innsidere som best kan formidle til markedet den informasjon som er nødvendig for å skape en riktig prissetting. Ved å legalisere innsidehandel vil dette kunne bidra til at kurssensitiv informasjon raskere blir reflektert i prisen og dermed medvirker til å kanalisere kapitalen dit den gir best avkastning. Ulempene ved innsidehandel kan dermed betraktes som en kostnad for å reflektere informasjon i kursen på de finansielle instrumentene.<sup>64</sup> I lys av de samlet sett tungtveiende hensyn bak innsidehandelsforbudet, må argumentet likevel antas å ha begrenset vekt.

## 2 Nærmere om vphl. § 2-1

### 2.1 Stedlig virkeområde

Utenlandske investorer og utstederforetak deltar i stor grad i det norske markedet for finansielle instrumenter, og norske investorer og utstederforetak deltar i tilsvarende utenlandske markeder. Spørsmålet om innsidehandelsforbudets stedlige virkeområde vil derfor ikke sjelden aktualiseres.

Av strl. § 12 følger det at straffebestemmelsenes virkeområde i utgangspunktet vil bero på en tolkning av det enkelte straffebud. Det er antatt at hensynet til et effektivt vern av det norske markedet tilsier at innsidehandel omfattes av forbudet, uavhengig av om den

---

<sup>63</sup> Se Reed s. 31 med videre henvisning til for eksempel Manne, Insider trading in the Stock Market.

<sup>64</sup> NOU 1996:2 s. 30-31.

rettstridige handelen skjer i eller utenfor landet, eller foretas av innlending eller utlending.<sup>65</sup>

Vphl. § 2-4 utvider forbudets virkeområde ved å gi vphl. § 2-1 første ledd tilsvarende anvendelse på handlinger foretatt i Norge, i den utstrekning de aktuelle finansielle instrumenter omsettes i et annet regulert marked innen EØS-området. Dette betyr at det for handlinger foretatt i Norge, ikke bare er transaksjoner i instrumenter notert på norsk børs eller markedsplass som rammes av forbudet. Denne utvidelsen av anvendelsesområdet for vphl. § 2-1 gjennomfører Norges forpliktelser etter Innsidehandelsdirektivet art 5 første og annet punktum. Direktivets bestemmelse er et ledd i effektiviseringen av innsidehandelsforbud innen EØS-området.

## 2.2 Transaksjonsgjenstanden

Vphl. § 2-1 rammer misbruk av kurssensitiv informasjon ved handel i ”*finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markedsplass*”, jf. første ledd første punktum. (punktene 2.2.1 og 2.2.2). Tilsvarende gjelder ”*opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter*”, jf. første ledd annet punktum. (punkt 2.2.3).

### 2.2.1 ”finansielle instrumenter...”

#### 2.2.1.1 Innledning

Vphl. § 1-2 annet ledd gir legaldefinisjonen av begrepet ”finansielle instrumenter”. Bestemmelsen regner i nr. 1 til 8 opp hva som er et ”finansielt instrument” i lovens forstand. Definisjonen er generell og kommer til anvendelse uavhengig av om de aktuelle finansielle instrumentene er notert på børs eller annen autorisert markedsplass. Innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1 retter seg imidlertid kun mot finansielle instrumenter som er eller søkes notert på slike markedsplasser. I medhold av vphl. § 1-7 vil heller ikke vphl. § 2-1 omfatte varederivater selv om disse i det enkelte tilfellet skulle være notert på børs eller autorisert markedsplass.

---

<sup>65</sup> F.eks. Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 3.

Etter dette vil innsidehandelsforbudet i teorien omfatte alle noterte finansielle instrumenter med unntak av varederivater. I praksis viser det seg imidlertid at innsidehandel i hovedsak er et aksjerettslig problem. Dette viser blant annet de foreliggende rettsavgjørelsene på området som alle knytter seg til handel med aksjer.<sup>66</sup> Til tross for dette vil jeg her foreta en generell gjennomgang av begrepet ”finansielle instrumenter”. Forbudet åpner for at også andre typer av finansielle instrumenter vil kunne rammes av forbudet, og det er ikke utenkelig at slik innsidehandel vil bli et større praktisk problem i fremtiden.

Jeg vil i den følgende fremstilling av de finansielle instrumentene som omfattes av vphl. § 2-1 ta utgangspunkt i legaldefinisjonen i vphl. § 1-2. Definisjonen er meget omfattende og jeg vil her nøye meg med en oversikt over de finansielle instrumentene som kan noteres på børs eller autorisert markeds plass. Det er bare slike instrumenter som omfattes av innsidehandelsforbudet.<sup>67</sup>

#### 2.2.1.2 Omsettelige verdipapirer

Vphl. § 1-2 annet ledd nr. 1 slår fast at alle ”omsettelige verdipapirer” er finansielle instrumenter i lovens forstand. Hva som utgjør ”omsettelige verdipapirer” defineres i bestemmelsens tredje ledd nr. 1-3, som ramser opp tre kategorier av slike. Omsettelige verdipapirer er i praksis den viktigste underkategorien av finansielle instrumenter. Dette vil også gjelde i relasjon til innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1.

Den første delen av definisjonen omfatter ”*aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer*”, jf. tredje ledd nr. 1. Uttrykket ”aksjer” omfatter både aksjer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. I relasjon til vphl. § 2-1 er det imidlertid bare aksjer i allmennaksjeselskaper som vil være av interesse ettersom det kun er slike aksjer som kan børsnoteres, jf. børsf. § 5-6, jf. børsf. § 2-1.

Med ”verdipapirer som kan sidestilles med aksjer” menes først og fremst grunnfondsbevis. Et grunnfondsbevis vil i likhet med en aksje bestå i et kapitalinnskudd

---

<sup>66</sup> Se punkt 1.5.2.

<sup>67</sup> Jf. punkt 2.2.2.

og dessuten en avkastning som avhenger av overskuddet i utstederforetaket. Det er først og fremst i grunnfondsbevis knyttet til sparebanker man finner en aktiv handel over børs.<sup>68</sup>

Med omsettelige verdipapirer menes videre ”obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet”, jf. tredje ledd nr. 2. Dette omfatter typisk ihendehaverobligasjoner og obligasjoner med kortere løpetid enn ett år, såkalte sertifikater. Definisjonen vil også omfatte nye gjeldsinstrumenter som blir gjenstand for omsetning. Obligasjoner kan børsnoteres i medhold av børsf. kap. 8.

Etter tredje ledd nr. 3 regnes endelig som omsettelige verdipapirer ”alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør”. Denne definisjonen vil blant annet omfatte konvertible obligasjoner og tradisjonelle tegningsretter som utstedes i forbindelse med vedtatte kapitalforhøyelser.<sup>69</sup> Den omfatter også tegningsretter som utstedes uten tilknytning til en konkret beslutning om kapitalforhøyelse, såkalte ”warrants”.<sup>70</sup> Dette er instrumenter som normalt kan omsettes, og det spiller ingen rolle om det enkelte instrument ikke er omsettelig. Slike tegningsretter kan børsnoteres, jf børsf. § 7-1 og handel med slike på bakgrunn av innsideinformasjon vil dermed kunne rammes av vphl. § 2-1.

### 2.2.1.3 Derivater

Uttrykket ”derivater” kan sies å være en samlebetegnelse på en rekke forskjellige, avledede rettigheter som kan stiftes i et underliggende instrument.<sup>71</sup> Uttrykket er ikke benyttet i loven, men er nyttig som en kortform på slike rettigheter. I vphl § 1-2 annet ledd nr. 4-7 er en rekke slike derivater ”gjort” til ”finansielle instrumenter” med den følge at også handel med slike vil rammes av innsidehandelsforbudet dersom de er

---

<sup>68</sup> Bergo s. 43.

<sup>69</sup> Bergo s. 48.

<sup>70</sup> Bergo s. 49.

<sup>71</sup> Dersom den underliggende verdi er finansielle instrumenter taler man om et finansielt derivat. Derivater kan også ha andre verdier som underliggende, for eksempel renter, indekser, kornpriser, oljepriser og ellers alt som er mulig å kvantifisere.

børsnoterte og dessuten de øvrige vilkår i vphl. § 2-1 er oppfylt. Hvor praktisk dette vil være er imidlertid usikkert.

For det første vil ”*finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant oppgjør*” være et finansielt instrument i lovens forstand. Dette følger av annet ledd nr. 4. En terminkontrakt er en gjensidig forpliktende og berettigende avtale om levering av et formuesgode på et nærmere bestemt tidspunkt i fremtiden, til en pris som avtales på avtaletidspunktet. Ved en terminkontrakt har altså kjøperen risikoen for om formuesgode synker eller stiger i verdi mellom avtaletidspunktet og overtakelsestidspunktet. Med finansielle terminkontrakter menes i utgangspunktet terminkontrakter som har andre finansielle instrumenter som underliggende verdi. Oppfyllelse av terminkontrakten kan skje ved kontantavregning eller fysisk levering, for eksempel av aksjer.

Også ”opsjoner” er finansielle instrumenter, jf. annet ledd nr. 7. I motsetning til terminer er opsjoner ensidige rettighets- eller forpliktelsesposisjoner.<sup>72</sup> De gir en rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge en nærmere angitt mengede aktiva, for eksempel aksjer, på et avtalt tidspunkt til en pris som er fastsatt på avtaletidspunktet. Hvis innehaveren av opsjonen benytter seg av sin rett, er motparten bundet av dette. Opsjonens underliggende instrument kan være alle de instrumentene som regnes opp i annet ledd nr. 1 til 6. Som påpekt ovenfor utstedes det også opsjoner på tegning av nye verdipapirer.<sup>73</sup> Disse omfattes imidlertid ikke av vphl. § 1-2 annet ledd nr. 7, som gjelder rettigheter til kjøp og salg av eksisterende underliggende instrumenter.<sup>74</sup> Opsjonsavtaler kan oppfylles ved kontantavregning eller ved fysisk levering, for eksempel av aksjer.

---

<sup>72</sup> Bergo s. 62.

<sup>73</sup> Se punkt 2.2.1.2.

<sup>74</sup> Bergo s. 62.

### 2.2.2 *”...som er eller søkes notert på norsk børs eller norsk autorisert markeds plass”*

Anvendelse av innsidehandelsforbudet forutsetter at de aktuelle finansielle instrumentene *”er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markeds plass”*. Både børs og autorisert markeds plass er definert i børs l. § 1-3 første ledd, jf. annet ledd som: *”foretak som organiseres eller driver et marked for finansielle instrumenter der det legges til rette for handel ved regelmessig og offentlig kursnotering av finansielle instrumenter”*. Definisjonen av børs omfatter i tillegg et krav om at denne foretar *”opptak av finansielle instrumenter til børsnotering i overensstemmelse med kravene i § 5-6 med forskrifter”*. Autorisert markeds plass vil ikke måtte oppfylle disse kravene.<sup>75</sup>

Vi har i dag en verdipapirbørs i Norge (Oslo Børs). Videre finnes en kraftbørs (Nord Pool) og dessuten et foretak (IMAREX) med konsesjon til å drive autorisert markeds plass.<sup>76</sup> Da det for de to sistnevnte er tale om markeds plasser for varederivater vil imidlertid innsidehandelsforbudet ikke komme til anvendelse ved handel over disse.<sup>77</sup>

Forbudet kommer til anvendelse allerede der det finansielle instrumentet skal noteres (*”søkes notert”*). Formuleringen innebærer at så vel tegning som annenhåndsomsetning i perioden frem til formelt opptak har skjedd omfattes av forbudet. Det er antatt at et finansielt instrument *”søkes notert”* fra det tidspunkt søknaden om notering er sendt fra foretaket.<sup>78</sup>

Om handelen i det enkelte tilfellet foretas over eller utenom børs eller autorisert markeds plass er uten betydning. Det er heller ikke avgjørende om handelen foretas som en direktetransaksjon eller markedstransaksjon.<sup>79</sup>

---

<sup>75</sup> Nordisk Børsrett s. 131-132.

<sup>76</sup> Nord Pool er en varederivatbørs med elektrisk kraft som underliggende verdi. IMAREX har tillatelse til å drive autorisert markeds plass for varederivater med maritime fraktkontrakter som underliggende verdi.

<sup>77</sup> Jf. vphl. § 1-7 og punkt 2.2.1.1.

<sup>78</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 3.

<sup>79</sup> Reed s. 96.

### 2.2.3 "opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter"

Vphl. § 2-1 omfatter også opsjon- og terminkontrakter eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter som er omtalt i punktene 2.2.1 og 2.2.2. Hva som menes med opsjoner og terminer er det redegjort for i punkt 2.2.1.3. En "tilsvarende rettighet" vil typisk være en omsettelig tegningsrettighet.

I relasjon til inngåelse og overdragelse av opsjon- og terminkontrakt basert på noterte finansielle instrumenter, gjelder innsidehandelsforbudet uavhengig av om selve derivatkontrakten kan noteres på børs eller autorisert markeds plass. Begrunnelsen er at slike transaksjoner må betraktes som kjøp/salg av de underliggende finansielle instrumentene. Det er bare oppgjørstidspunktet som i hovedsak skiller slike kontrakter fra vanlig omsetning.<sup>80</sup> Forbudet gjelder også uavhengig av om kontraktene gir rett til fysisk levering eller kontantoppgjør, jf. behandlingen av definisjonene i vphl. § 1-2 over.

## 2.3 Hvilke typer disposisjoner omfattes av forbudet?

Flere forskjellige typer disposisjoner rammes av innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1 første ledd. Forbudet omfatter "...*tegning, kjøp, salg eller bytte*..." av finansielle instrumenter som omsettes på et regulert marked, og dessuten "...*inngåelse, kjøp, salg eller bytte*..." av opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til slike finansielle instrumenter.

### 2.3.1 Tegning

Ervervsmåten "tegning" var ikke omfattet av forbudet i loven av 1985, men ble tatt inn ved ikrafttreddelsen av 1997-loven. Alternativet retter seg mot førstehåndsmarkedet. Dette er en betegnelse som indikerer at instrumentet ikke tidligere har vært omsatt. Tegning er således bare aktuelt der det utstedes nye instrumenter. Dette kan skje i forbindelse med nystiftelse eller ved emisjon.

---

<sup>80</sup> NOU 1996:2 s. 47.

Under lovforberedelsene var det uklart om tegning skulle omfattes av innsidehandelsforbudet. Utvalget fant at tegning ikke burde omfattes og viste særlig til at det ved en emisjon skal utarbeides prospekter der eventuell kurssensitiv informasjon om utstederforetaket skal fremgå.<sup>81</sup> Videre ble det påpekt at det bare unntaksvis kan tenkes tilfeller der tegneren har selskapsspesifikk selskapsinformasjon som utstederforetaket ikke selv har. (Hensynet til medkontrahenten, som i dette tilfelle er selskapet, gjør seg dermed ikke like sterkt gjeldende). Under behandlingen i departementet ble imidlertid tegning tatt inn i loven med den begrunnelse at det også ved slike disposisjoner er en reell mulighet for misbruk av innsideinformasjon.<sup>82</sup> Kurssensitiv informasjon om de finansielle instrumentene eller andre forhold vil ikke fremgå av et prospekt som nevnt. Dette vil for eksempel kunne være informasjon om et forestående oppkjøpstilbud eller om endrede rammevilkår innen utstederforetakets bransje.

Tegning av finansielle instrumenter må antas å foreligge når investor er avtalerettslig bundet av tegningen. Kredittilsynet legger til grunn at bindende aksept av tilbud om tegning normalt vil foreligge idet tegningsblanketten i utfylt stand er kommet frem til tegningsstedet.<sup>83</sup> Dette må innebære at innsideinformasjon tegneren får kjennskap til etter han er bundet, men før han har fått tildelt aksjene av selskapet, vil være uten betydning i relasjon til innsidehandelsforbudet.

## 2.3.2 Kjøp og salg

### 2.3.2.1 Innledning

”Kjøp og salg” er de klassiske eksemplene på disposisjoner som rammes av innsidehandelsforbudet. Begrepene gir, slik de er benyttet i loven, anvisning på frivillige disposisjoner. Dette innebærer at et tvunget salg ikke omfattes av forbudet. Om handelen er gjennomført som en direktetransaksjon eller en markedstransaksjon er ikke av betydning ved vurderingen av om den kan rammes av vphl. § 2-1.

---

<sup>81</sup> NOU 1996:2 s. 59.

<sup>82</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 30.

<sup>83</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 4.



Forbudet retter seg mot den innsideren som etter å ha fått kjennskap til innsideinformasjon faktisk foretar et kjøp eller et salg, dvs. ved en aktiv handling. En annen situasjon vil man stå overfor hvis innsideren velger å avstå fra et kjøp eller salg etter å ha fått kjennskap til slik informasjon. Innsideren har for eksempel bestemt seg for å kjøpe, men unnlater å gjøre dette fordi han har fått kjennskap til at utstederforetaket vil miste sin konsesjon som er grunnlaget for dets virksomhet. I utgangspunktet skulle det ikke være noen forskjell på det å kjøpe/selge og det å unnlate å kjøpe/selge på bakgrunn av innsideinformasjon. I begge tilfellene vil man kunne ”utnytte” et informasjonsfortrinn.<sup>84</sup> Det er imidlertid klart at en slik unnlatelse ikke rammes av forbudet.<sup>85</sup> Begrunnelsen er først og fremst at en bestemmelse som også omfatter unnlatelse vil være meget vanskelig å håndheve. Videre er det en vanlig oppfatning, særlig på strafferettens område, at en unnlatelse ikke er like straffverdig som den aktive handling.

#### 2.3.2.2 De ordinære kjøp- og salgssituasjonene

I forarbeidene til loven av 1985 uttales at det relativt enkelt vil kunne konstateres om det foreligger kjøp/salg. Uttalelsene trekker i retning av at det skal legges til grunn en alminnelig forståelse av begrepene.<sup>86</sup> Etter en vanlig oppfatning vil kjøp eller salg først foreligge når det er inngått en bindende avtale mellom partene.<sup>87</sup> Intensjonsavtaler og uforpliktende utsagn rammes ikke.<sup>88</sup> For at en avtale skal være bindende, er det ut fra alminnelige avtalerettslige prinsipper et krav om at partene har oppnådd enighet om avtalens vesentlige punkter.<sup>89</sup> Ved kjøp/salg av finansielle instrumenter vil slike vesentlige punkter typisk være: hvor mange og hvilke instrumenter avtalen gjelder, hvilken pris som skal betales for instrumentene og dessuten overleverings- og betalingstidspunkt. Ved handel over børs vil kjøp og salg være foretatt når kjøps- eller salgsordren er ”matchet” i det elektroniske handelssystemet.<sup>90</sup>

---

<sup>84</sup> NOU 1996:2 s.59.

<sup>85</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 29, NOU 1996:2 s.59.

<sup>86</sup> Sæbø s. 144.

<sup>87</sup> NOU 1996:2 s. 58, Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 4.

<sup>88</sup> Reed s. 76.

<sup>89</sup> Se f.eks. Woxholt s. 147.

<sup>90</sup> Verdipapirhandelloven Kommentartutgave s. 79.

Til tross for at det som nevnt i forarbeidene skulle være relativt enkelt å konstatere om det foreligger et kjøp/salg, vil det på flere områder kunne oppstå grensetilfeller som ikke direkte kan plasseres i denne kategorien. Det er altså tale om disposisjoner utenfor de ordinære kjøps- og salgssituasjonene. Jeg vil i de følgende punkter ta for meg enkelte av disse grensetilfellene.

### 2.3.2.3 Arv og gave

Ett eksempel er arv og gave. Slike disposisjoner vil allerede ut fra en naturlig språklig forståelse av "kjøp og salg" falle utenfor handelsforbudet. Mens kjøp og salg er gjensidig bebyrdende, vil arv og gave være typiske eksempler på ensidige disposisjoner. Når det gjelder gavealternativet, er forutsetningen at det ikke er tale om noe vederlag. Dersom det ytes en eller annen form for vederlag og man står overfor et gavesalg, vil situasjonen være mer usikker. Kredittilsynet synes imidlertid å være av den oppfatning at ethvert gavesalg vil rammes av forbudet. I rundskrivet uttales det at forutsetningen for at innsidehandelsforbudet ikke skal komme til anvendelse på gaveoverføringer er at det *"ikke betales vederlag i noen form, verken direkte eller indirekte"*.<sup>91</sup> Det samme legges forutsetningsvis til grunn i forarbeidene der det uttales at *"rene gavetransaksjoner"* ikke vil omfattes av forbudet.<sup>92</sup>

### 2.3.2.4 Pantsettelse og realisasjon av pantet

Kjøp og salg avgrenses etter alminnelig oppfatning mot stiftelse av begrensede rettigheter i transaksjonsgjenstanden.<sup>93</sup> Dette må også gjelde i relasjon til innsidehandelsforbudet i vphl. § 2-1. En panterett i et finansielt instrument vil være en slik begrenset rettighet. Som følge av dette vil pantsetteren til tross for at han er i besittelse av innsideinformasjon ved pantsettelsen ikke kunne rammes av innsidehandelsforbudet. Det samme vil i utgangspunktet måtte gjelde for panthaveren. Her må det imidlertid forutsettes at realisasjon av pantet ikke framstod som svært nærliggende. Dersom dette skulle være tilfelle vil panthaver allerede ved stiftelsen av

---

<sup>91</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 5.

<sup>92</sup> NOU 1996:2 s. 59.

<sup>93</sup> Sæbø s. 144.

pantet kunne rammes av handelsforbudet hvis han er i besittelse av innsideinformasjon om det pantsatte finansielle instrumentet.

Dersom pantsetteren misligholder sin forpliktelse vil panthaver kunne få dekning for sitt krav ved å realisere pantet. Ved en slik realisasjon oppstår spørsmålet om betydningen av pantsetters så vel som panthavers besittelse av innsideinformasjon. For pantsetteren innebærer en slik realisasjon ikke et frivillig salg, og han vil av den grunn ikke gjøre seg skyldig i straffbar innsidehandel.<sup>94</sup> For panthaver, som vil kunne velge når pantet skal realiseres, vil en slik realisasjon likestilles med salg.<sup>95</sup> Han vil dermed kunne rammes av forbudet når han har innsideinformasjon på tidspunktet for realisasjonen.

#### 2.3.2.5 Utløsning/innløsning av aksjonærer

Tvangsutløsning av minoritetsaksjonærene i medhold av allmennaksjeloven<sup>96</sup> (asal.) § 4-25 forutsetter en frivillig disposisjon. Slik tvangsutløsning regnes dermed som et ordinært kjøp og vil således kunne omfattes av forbudet så langt det gjelder utløser. For de aksjonærene som blir tvangsløst foreligger det ikke noe frivillig realisasjon av aksjene og disse vil ikke rammes av forbudet.<sup>97</sup> Der det er aksjonæren som krever innløsning vil denne, men ikke morselskapet, kunne rammes av forbudet. Et eksempel vil være der aksjonæren krever innløsning fordi han, i motsetning til selskapet, har fått kjennskap til at en stor, konkurrerende aktør har planer om å etablere seg på selskapets marked. Slik informasjon vil erfaringsmessig være egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer. Det må antas at de samme prinsipper vil gjelde ved vedtektsbestemt innløsning av aksjer.

En forutsetning for at den innløsende part skal kunne rammes av forbudet må, både ved tvangsinnløsning og vedtektsbestemt innløsning, være at løsningssummens størrelse er knyttet til kursen på selskapets aksjer slik den er til enhver tid. Dersom det for eksempel følger av selskapets vedtekter at løsningssummen skal være et bestemt kronebeløp og

---

<sup>94</sup> Jf. punkt 2.3.2.1.

<sup>95</sup> NOU 1996:2 s. 61.

<sup>96</sup> Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45.

<sup>97</sup> Verdipapirhandelloven Kommentartutgave s. 80.

dette er bestemt før den innløsende part mottar innsideinformasjon, vil han ikke på noe tidspunkt kunne dra økonomisk nytte av et informasjonsfortrinn.

#### 2.3.2.6 Plikt til å trekke ordre?

Innleggelse av ordre i børsens elektroniske handelssystem vil i seg selv ikke være å anse som et kjøp eller salg. Det er videre antatt at forbudet i utgangspunktet ikke vil komme til anvendelse dersom en ordre blir trukket tilbake, slik at man unnlater å foreta det kjøp eller salg som ordren gjaldt.<sup>98</sup> Et annet spørsmål er imidlertid om man plikter å trekke tilbake en ordre dersom man etter å ha lagt den inn får kjennskap til kurssensitiv informasjon. I forarbeidene er det slått fast at unnlatelse av å trekke ordren i et slikt tilfelle vil kunne innebære straffbar overtredelse av forbudet.<sup>99</sup> Dette kan imidlertid ikke gjelde ubetinget. Bare der man senere mottar kursrelevant informasjon som er egnet til å påvirke kursen i gunstig retning, basert på ordren som er lagt inn, vil plikten inntre.<sup>100</sup> Disse uttalelsene i forarbeidene var avgjørende for mindretallets standpunkt i Nagell-Erichsen-dommen. I motsetning til flertallet fant mindretallet det ikke bevist at Nagell-Erichsens kjøpsordre ble lagt inn før han mottok innsideinformasjon. Han ble etter mindretallets oppfatning likevel å straffe for overtredelse av vphl. § 2-1 da han ikke trakk ordren etter at han mottok innsideinformasjonen.

#### 2.3.3 Bytte

Også byttehandler omfattes av innsidehandelsforbudet. Dette gjelder uavhengig av vederlagets art. Byttehandel med finansielle instrumenter vil kunne skje med vederlag i for eksempel andre finansielle instrumenter, fast eiendom, løsøre, gjenstander eller tjenester.

Bytte ble eksplisitt tatt inn i forbudsbestemmelsen ved loven av 1997. Også tidligere var det antatt at byttehandler ble rammet, men da ut fra den betraktning at kjøp og salg var

---

<sup>98</sup> Se nærmere om forsøk på straffbar innsidehandel under punkt 4.2.

<sup>99</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 29, NOU 1996:2 s. 58.

<sup>100</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 29, NOU 1996:2 s. 58.

omfattet uavhengig av vederlagets art. Under behandlingen i departementet fant man imidlertid at dette burde fremgå direkte av lovteksten.<sup>101</sup>

Alternativet bytte vil i særlig grad være aktuell ved overføring av aksjer i tilknytning til en fusjon.<sup>102</sup> En fusjon etter asal. kap. 13 innebærer at det overdragende selskapet overfører eiendeler, rettigheter og forpliktelser i sin helhet til det overtakende selskapet mot at aksjonærene i det overdragende selskapet mottar oppgjør i form av aksjer i det overtakende selskapet. Dersom en av disse aksjonærene er i besittelse av innsideinformasjon av betydning for bytteforholdet og derved verdien av de aksjer han mottar som fusjonsvederlag, vil han kunne rammes av handelsforbudet. Dersom aksjonæren er ubundet av taushetsplikt må han trolig i et slikt tilfelle pålegges en plikt til å informere det overtakende selskapet om sin kunnskap.

#### 2.3.4 Inngåelse

Også inngåelse av opsjons- og terminkontrakter knyttet til finansielle instrumenter er omfattet av forbudet. Slike derivatkontrakter omsettes kun i et primærmarked, og inngåelse omfatter her både utstedelse/salg og tegning/kjøp.<sup>103</sup>

### 2.4 Innsideinformasjon – opplysninger som omfattes av forbudet

#### 2.4.1 Innledning

Det sentrale element i forbudet mot innsidehandel er at den handlende er i besittelse av en nærmere avgrenset type ”opplysninger”. I vphl. § 2-1 er dette kommet til uttrykk ved at opplysningene må være ”egnet til å påvirke kursen” og dessuten ”ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”. Opplysningenes art er ikke av betydning for om det foreligger innsideopplysninger.

---

<sup>101</sup> Ot.prp.nr.29 (196-1997) s. 29.

<sup>102</sup> Verdipapirhandelloven Kommentarutgave s. 81.

<sup>103</sup> Bergo s. 484.

#### 2.4.2 Hva er en "opplysning"?

Det er en forutsetning for at handelsforbudet i vphl. § 2-1 skal komme til anvendelse at den handlende har "opplysninger".

Hva som rent språklig ligger i begrepet er ikke enkelt å angi. En opplysning vil bestå av en rekke data eller kjensgjerninger. Disse kan formidles til mottakeren gjennom en kommunikasjonsprosess. Denne prosessen kan skje bevisst, for eksempel gjennom en samtale, eller ubevisst, for eksempel gjennom kroppsspråk. Dataene kan føre til en erkjennelse hos mottakeren ved at han utvider, endrer eller får bekreftet sin forståelse av et gitt forhold. En opplysning vil etter dette være data som kan føre til en erkjennelse hos mottakeren som resultat av en kommunikasjonsprosess.<sup>104</sup>

Det er klart at uttrykket "opplysninger" slik det er brukt i vphl. § 2-1 ikke vil favne så vidt som den språklige forståelsen jeg har lagt til grunn ovenfor. Hva som ligger i "opplysninger" slik uttrykket er brukt i loven, må avgjøres ut i fra alminnelige juridiske tolkningsprinsipper.

Frem til lovendringen i 2001 var det et krav om at opplysningene var "presise". Formålet bak kriteriet var å avgrense mot handel i tillitt til rykter, spekulasjoner og markedsforventninger, som er tillatelig i et verdipapirmarked. Dette er nå sløffet, men i følge forarbeidene var meningen ikke å foreta en vesentlig endring på dette punktet. Begrunnelsen for å ta vilkåret ut av bestemmelsen var at den selvstendige betydningen av uttrykket var begrenset, og at *"...avgrensningen mot rykter og spekulasjoner vil kunne forankres i at slik informasjon ikke kan sies å være opplysninger i lovens forstand."*<sup>105</sup> Dette innebærer at forbudet mot innsidehandel fremdeles avgrenses mot rykter og spekulasjoner som faller utenfor begrepet opplysninger.

Det er imidlertid på det rene at også rykter og spekulasjoner kan være egnet til å påvirke kursen på finansielle instrumenter når de bli allment kjent, og man kan derfor spørre seg om hvorfor slike handler på grunnlag av rykter faller utenfor. Begrunnelsen for ikke å la forbudet ramme handler på grunnlag av denne type informasjon er at det vil begrense

---

<sup>104</sup> Hansen s. 5-7.

<sup>105</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 21.

investorenes kontraheringsadgang for sterkt.<sup>106</sup> Rykter og spekulasjoner er meget utbredt i investormiljøet, og et forbud ville i praksis forhindre mange og kanskje et overveiende antall handler.

En annen situasjon oppstår dersom man har informasjon om at slike rykter eller spekulasjoner med sikkerhet medfører eller ikke medfører riktighet. Slik informasjon vil være ”opplysninger” i lovens forstand og vil dermed kunne rammes av forbudet.<sup>107</sup> Som eksempel kan tenkes at man med sikkerhet vet at ryktene om et revolusjonerende forskningsresultat bare er oppspinn. Dersom man på grunnlag av disse opplysningene selger unna alle sine finansielle instrumenter i det aktuelle foretaket før ryktene er avkreftet fra offentlig hold, vil man kunne gjøre seg skyldig i overtredelse av innsidehandelsforbudet.

Det kan ikke stilles opp noe krav om at opplysningene er eksakte eller fullstendige for at de skal omfattes av forbudet. Et forbud som bare hadde rammet denne typen opplysninger ville ikke ha kunnet virket tilstrekkelig effektivt. Misbrukspotensialet beror ikke på om innsideren har eksakte eller fullstendige kunnskaper om opplysningen. Såfremt innsider er i besittelse av kurssensitive opplysninger som i kvalitet og kildemessig ikke lenger er å anse som et rykte eller en spekulasjon, kommer forbudet til anvendelse. Dersom eksempelvis en finansdirektør i et børsnotert selskap opplyser at resultatet i bedriften vil bli bedre enn det markedet forventer, vil dette være innsideinformasjon selv om opplysningen ikke er eksakt mht. hvor godt resultatet vil bli.

Opplysninger som fremkommer gjennom en sammenstilling av offentlig informasjon, eller gjennom en særskilt konsekvensanalyse av informasjon som er allment kjent i markedet, vil ikke omfattes av forbudet.

---

<sup>106</sup> Sæbø s. 153.

<sup>107</sup> Sæbø s. 153.

### 2.4.3 Intet krav til opplysningenes tilknytning

I loven av 1985 var det et vilkår for å anse en opplysning som innsideinformasjon at det var tale om opplysninger ”vedrørende det foretak som har utstedt verdipapirene”. Det gjaldt med andre ord et tilknytningskrav mellom opplysningen og utstederforetaket. Slik vphl. § 2-1 lyder i dag finnes ikke lenger et slikt krav. Opplysningene kan relatere seg til utstederforetaket, de finansielle instrumentene som sådanne eller andre forhold. Om informasjonen knytter seg til det ene eller andre, har ingen selvstendig rettslig betydning i forhold til vphl. § 2-1. For så vidt er dermed lovens oppramsning av de forskjellige tilknytningsformene overflødig. Alle typer opplysninger vil kunne rammes av forbudet forutsatt at de øvrige vilkårene er oppfylt. I de følgende punktene vil jeg likevel ta utgangspunkt i lovens ord og knytte noen kommentarer til de forskjellige kategoriene. I noen tilfeller vil det være en uklar grense mellom dem.

#### 2.4.3.1 Opplysninger om de finansielle instrumentene

Med opplysninger om de finansielle instrumentene siktes det til opplysninger om disse som sådanne. I forhold til for eksempel aksjer vil dette typisk kunne være opplysninger om forestående vedtektsendringer i selskapet.<sup>108</sup> Slike endringer kan ha betydning for aksjenes omsettelighet, stemmerett eller rett til utbytte. Videre er det antatt at informasjon om et forestående oppkjøpstilbud av foretakets aksjer vil være opplysninger om de finansielle instrumentene. Store transaksjoner i form av kjøp eller salg av aksjer vil ofte kunne påvirke kursen på aksjene. Dersom man er i besittelse av informasjon angående slike forestående transaksjoner, vil man kunne rammes av forbudet om man utnytter denne informasjonen til egen vinning. Dette var for eksempel tilfellet i Skippervold-dommen der domfelte solgte aksjer på bakgrunn av informasjon om et forestående tvangssalg av en større aksjepost. I relasjon til handel med derivater vil informasjon som berører de underliggende aksjene kunne være innsideopplysninger.

#### 2.4.3.2 Opplysninger om utstederforetaket

Informasjon om utstederforetaket er det klassiske eksempel på innsideopplysninger. Tidligere var det som nevnt også et vilkår for at handelsforbudet skulle komme til

---

<sup>108</sup> Reed s. 151.



anvendelse at det var tale om informasjon knyttet til utstederforetaket. Foretaksspesifikk informasjon vil i stor grad kunne påvirke kursen på de finansielle instrumentene. Kursen vil normalt gjenspeile den økonomiske utviklingen i utstederforetaket og de forventningene markedet har til foretakets lønnsomhet og soliditet. Typiske eksempler på denne typen informasjon vil være opplysninger om oppnådde og forventede driftsresultater. Andre foretaksspesifikke opplysninger vil for eksempel være investeringer, kjøp og salg av andre virksomheter, konkrete kontraktsinngåelser og dessuten utskiftninger i styre eller den administrative ledelse.<sup>109</sup>

#### 2.4.3.3 Opplysninger om andre forhold

Endelig nevnes i loven at også opplysninger knyttet til ”andre forhold” er relevante i forhold til handelsforbudet. Det er denne samlekategori som utvider bestemmelsens anvendelsesområde til å gjelde alle typer opplysninger uavhengig av disses tilknytning. Denne kategorien vil typisk omfatte opplysninger av mer generell karakter. Her kan tenkes opplysninger om skatte- og avgiftsvedtak, endringer i rentenivået og dessuten lovendringer som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene. Informasjon om andre foretak vil også kunne være innsideopplysninger på grunn av det signal det kan gi om markeds- eller konkurranseforhold. Det er ikke uvanlig at melding om betydelig resultatforbedring/resultatsvikt i et foretak får virkning for kursen på de finansielle instrumentene i andre foretak i bransjen.<sup>110</sup>

#### 2.4.4 Krav til opplysningenes kurspåvirkende karakter

##### 2.4.4.1 Innledning

For at innsidehandelsforbudet skal komme til anvendelse er det videre et vilkår at opplysningene det handles på grunnlag av er ”*egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene*”, jf. vphl. § 2-1 første ledd.

Før lovendringen i 2001 var det i tillegg et selvstendig vilkår for at handelsforbudet skulle komme til anvendelse at opplysningen var egnet til å påvirke kursen ”vesentlig”.

---

<sup>109</sup> Reed s. 154.

<sup>110</sup> Reed s. 166.

Bakgrunnen for lovendringen var Kredittilsynets oppfatning av at vesentlighetskriteriet medførte at bestemmelsen ikke rammet ethvert tilfelle der noen ved bruk av innsideinformasjon oppnådde en urimelig vinning på en annen investors bekostning.<sup>111</sup> Vesentlighetskriteriet var dermed en medvirkende faktor til at bestemmelsen ikke virket tilstrekkelig effektivt. Av praksis forut for lovendringen kan det særlig vises til Sævik Supply-dommen der vilkåret om ”vesentlig” kurspåvirkning ble avgjørende for resultatet. Dommen endte med frifinnelse til tross for at det senere viste seg at de innsideopplysningene tiltalte hadde ga en fortjeneste på ca. 33%.

#### 2.4.4.2 ”egnet til å påvirke kursen”

Kravet til kurspåvirkning er i dag formulert som et krav om at opplysningene må være ”egnet til å påvirke kursen” på de finansielle instrumentene.

At det er opplysningene som må være egnet til å påvirke kursen er for så vidt en noe upresis formulering. Opplysninger i seg selv vil aldri direkte kunne påvirke kursen. Det avgjørende vil indirekte være hvordan markedsaktørenes disposisjoner vil påvirkes når de får kjennskap til opplysningene.<sup>112</sup>

Det er ”kursen” på de finansielle instrumentene som må påvirkes. Kursen er den pris som løpende noteres på den børs eller den autoriserte markedsplass hvor instrumentet er notert, og ikke nødvendigvis sluttkursen for den enkelte handelsdag.<sup>113</sup>

Uttrykket ”egnet til” stiller opp et krav om en viss grad av sannsynlighet for kursutslag.<sup>114</sup> Hvilken sannsynlighetsgrad som kreves, er imidlertid usikkert. Ved vurderingen bør det tas hensyn til at en for lav sannsynlighetsgrad vil kunne føre til at man begrenser markedsdeltakernes kontraheringsadgang i for stor grad. På den annen side vil et for strengt krav til sannsynlighetsgrad kunne føre til bevis- og håndhevelsesmessige problemer.<sup>115</sup>

---

<sup>111</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 25.

<sup>112</sup> Reed s. 167.

<sup>113</sup> Verdipapirhandelloven Kommentarutgave s. 89-90.

<sup>114</sup> Reed s. 168.

<sup>115</sup> Reed s. 168, Sæbø s. 165.

De lege lata må det være på det rene at det ikke kreves sikkerhet for at kursutslag skal inntre.<sup>116</sup> På den annen side vil ikke handelsforbudet ramme de tilfeller der det er mulig, men ikke særlig sannsynlig at kursen vil påvirkes.<sup>117</sup> I teorien er det antatt at sannsynlighetsovervekt alltid er tilstrekkelig, men neppe nødvendig. Også de tilfellene der det foreligger en ”rimelig mulighet” for kursutslag vil trolig omfattes av forbudet.<sup>118</sup>

Uttrykket ”egnet til å påvirke” gir etter forarbeidene anvisning på en objektiv vurdering.<sup>119</sup> Hvorvidt den konkrete opplysningen har slike kvaliteter, blir således å vurdere etter om opplysningen er egnet til å bli tillagt vekt fra den alminnelige, rasjonelle investors side dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag.<sup>120</sup> Uttrykket henspeiler altså ikke på den enkeltes subjektive vurdering av opplysningens betydning for handelen, men på hvorvidt den etter sin art og viktighet i alminnelighet må antas å være egnet til å påvirke kursen i markedet.<sup>121</sup>

Ved lagmannsrettens behandling av Sævik Supply-dommen er det i domspremissene ikke gitt noe uttrykk for hva lagmannsretten mener om innholdet i denne vurderingen, så som hvilke momenter som er relevante i vurderingen og hvordan disse momentene skal vektlegges. Det ble kun foretatt en konkret bevisvurdering hvor retten konkluderte med at lovens vilkår ikke var oppfylt, men uten å gi til kjenne hvordan markedet generelt ville reagere om oppkjøpsplanene ble kjent i markedet.

Utgangspunktet for den objektive vurderingen vil være hvordan den aktuelle type kunnskap erfaringsmessig påvirker kursen.<sup>122</sup> Står man overfor ”klassisk” innsideinformasjon som for eksempel regnskapstall, vil det være lettere å konstatere ”egnethet” enn ved opplysninger av mer spesiell og individuell karakter.<sup>123</sup>

---

<sup>116</sup> Bergo s. 498.

<sup>117</sup> Bergo s. 498.

<sup>118</sup> Reed s. 168, Sæbø s. 166, Bergo s. 498.

<sup>119</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 22.

<sup>120</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 22.

<sup>121</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 29.

<sup>122</sup> Reed s. 166.

<sup>123</sup> Sæbø s. 169.

Vurderingstemaet blir imidlertid det samme; om opplysningen, alle forhold tatt i betraktning, er slik at den ville påvirke en alminnelig, fornuftig investors transaksjonsbeslutning.

Vurderingen av om en opplysning er egnet til å påvirke kursen, skal skje på det tidspunkt handelen utføres. Om det rent faktisk skjer et kursutslag når opplysningene offentliggjøres, er således prinsipielt sett uten betydning.<sup>124</sup> Et kursutslag etter offentliggjøringen kan likevel være en indikasjon på at opplysningene var egnet til å påvirke kursen allerede da den aktuelle handelen ble utført.<sup>125</sup> I Nora-dommen foretok retten en slik vurdering av markedsreaksjonen etter offentliggjøring.<sup>126</sup> I vurderingen må det imidlertid tas hensyn til om markedet og opplysningene har endret karakter i tidsrommet mellom handelen og offentliggjøringen.<sup>127</sup>

Særlige spørsmål kan oppstå ved begivenheter som innebærer en beslutningsprosess, eksempelvis overtakelsestilbud, fusjoner o.l., og noen sider ved prosessen er kjent, men derimot ikke andre.<sup>128</sup> Kredittilsynet antar at lovendringen vil medføre at tidspunktet for når det foreligger innsideinformasjon i slike tilfeller, vil kunne inntre tidligere nå enn før lovendringen.<sup>129</sup>

#### 2.4.4.3 Gjelder det ingen sensitivitetsterskel lenger?

Som det er redegjort for under punkt 2.4.4.1 var det tidligere et krav om at den forventede kurspåvirkningen måtte være ”vesentlig”. Da dette vilkåret ble tatt ut av loven, fjernet man i prinsippet ethvert kvalifikasjonskrav til opplysningenes potensielle kurssensitivitet. Dagens ordlyd synes å ramme ethvert teoretisk kursutslag. Til tross for dette kan det reises spørsmål om det likevel må innfortolkes en sensitivitetsterskel, dog ikke på langt nær like streng som det tidligere vesentlighetskriteriet.

---

<sup>124</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 22.

<sup>125</sup> Sæbø s. 166.

<sup>126</sup> Se dommen s. 51-52.

<sup>127</sup> Bergo s. 498.

<sup>128</sup> For en grundig behandling av spørsmålene, se Sæbø s. 176-180.

<sup>129</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 3.

Misbruksreservasjonen vil kunne være av betydning i denne sammenheng. For at man skal kunne sies å misbruke en innsideopplysning må det antas at opplysningen må ha en viss praktisk betydning for børskursen. Reservasjonen vil således innebære en form for terskel. Også reelle hensyn tilsier at det bør stilles opp et visst minimumskrav til opplysningenes kurssensitivitet for at forbudet skal komme til anvendelse. I motsatt fall ville det være nærmest umulig for medlemmer av utstederforetakets ledelse å kjøpe/selge foretakets finansielle instrumenter. Disse vil nærmest alltid være i besittelse av informasjon som kan gi teoretiske kursutslag dersom den ble kjent for markedet. Det kan ikke ha vært lovgivers intensjon å avskjære slike personer fra å handle.

Om det også i dag må stilles opp visse krav til opplysningenes kurssensitivitet for at handelen skal være straffbar og i så fall hvor grensen skal trekkes, blir det opp til tilsyns- og rettspraksis å fastlegge.

#### 2.4.4.4 Forholdet til opplysningsplikten

I henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Før endringsloven av 2001 var det antatt at kravet til kursrelevans var noe høyere for innsideopplysninger, altså slik at en opplysning kunne være omfattet av opplysningsplikten uten at opplysningen nødvendigvis utgjorde innsideinformasjon i henhold til vphl. § 2-1 første ledd.<sup>130</sup> Terskelen for kurssensitivitet er etter nåværende ordlyd betydelig senket, og ligger nå under kvalifikasjonskravet i børsforskriften § 5-2 første ledd. Dette innebærer at kurssensitiv informasjon vil kunne anses som innsideopplysninger selv om opplysningsplikten ennå ikke er inntruffet. Særlig aktuelt vil dette kunne være ved selskapsspesifikk informasjon om for eksempel et forestående oppkjøp. Handelsforbudet vil da kunne inntre på et tidligere stadium i oppkjøpsprosessen, selv om selskapets ledelse legger til grunn at forholdet ikke så ”håndfast” at børsen og markedet burde informeres.

---

<sup>130</sup> Bergo s. 500.

## 2.4.5 Krav til opplysningenes tilgjengelighet

### 2.4.5.1 Innledning

Frem til lovendringen i 2001 var det et krav om at opplysningene var ”fortrolige” for at handelsforbudet skulle komme til anvendelse. Ved lovrevisjonen var man imidlertid av den oppfatning at ”fortrolig” rent språklig ga uttrykk for at opplysningen positivt måtte være gjort konfidensielle av den som hadde opplysningen, eventuelt at opplysningen var omfattet av taushetsplikt.<sup>131</sup> Uttrykket var således til hinder for realiseringen av formålet med kriteriet, nemlig det å ramme kurssensitive opplysninger som ikke var allment kjent eller tilgjengelig. Også informasjon som ikke er kategorisert som konfidensiell, kan utgjøre innsideinformasjon så lenge den ikke er gjort aktivt kjent eller er praktisk tilgjengelig for markedet. På grunnlag av disse betraktningene ble ordlyden endret til å gjelde opplysninger som ”ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”. Det er således tale om et tilgjengelighetskrav.

Det synes imidlertid som om det også før lovendringen var innfortolket et visst tilgjengelighetskrav i bestemmelsen. I Nora-dommen fant retten at det ikke var bevist at de tiltalte hadde fortrolig informasjon. Dette var i hovedsak begrunnet med at markedet var tilnærmet like godt informert, idet media i stor grad hadde omtalt de vesentlige opplysningene.

### 2.4.5.2 ”Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”

Kravet om at opplysningene ”ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” markerer at det i relasjon til handelsforbudet ikke er avgjørende hvordan opplysningen er blitt tilgjengelig for mottakeren.<sup>132</sup>

Utrykket ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet” gir i utgangspunktet anvisning på to alternative tilgjengelighetskriterier. Når det gjelder kravet om at opplysningene skal være ”allment kjent” kan dette ikke forstås bokstavelig, da det bare unntaksvis vil foreligge fullstendig informasjonslikhet hos alle markedsaktører. Kravet

---

<sup>131</sup> Ot.prp.nr.80 (2000-2001) s. 21, Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 34.

<sup>132</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 34.

om at opplysningen skal være ”offentlig tilgjengelig” vil fange opp de tilfeller der markedsdeltakerne har en mulighet til å gjøre seg kjent med opplysningene. Det kan således tenkes tilfeller der opplysningene er offentlig tilgjengelig, men ikke allment kjent og tilfeller der opplysningene er allment kjent, men ikke offentlig tilgjengelig. Slik loven er utformet må likevel kriteriene ses i sammenheng, og bedømmelsen av om opplysningene er tilstrekkelig tilgjengelig beror på en konkret helhetsvurdering. I det følgende gis noen eksempler som kan være egnet til å belyse spørsmålet om når opplysningen er ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”.

Det er en nær sammenheng mellom reglene om opplysningsplikt overfor børsen og anvendelsen av tilgjengelighetskriteriet etter reglene om straffbar innsidehandel.

Hovedregelen om opplysningsplikten er inntatt i børsf. kap. 5. I henhold til børsf. § 5-1 plikter foretaket å hindre uvedkommende å få tilgang til foretakspesifikke, kurssensitive opplysninger og gi beskjed til børsen dersom dette likevel skulle skje. Formålet bak reglene om opplysningsplikt er å sikre markedet lik informasjon. Opplysninger som er meldt børsen og kunngjort som børs melding vil derfor alltid måtte anses som ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”.<sup>133</sup> Dersom opplysningen er sendt til børsen, men enda ikke offentliggjort over informasjonssystemet, vil den derimot ikke være ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”. Det er det tidspunkt markedet som sådan mottar opplysningen som er avgjørende.

Som nevnt vil opplysninger som er distribuert gjennom Oslo Børs informasjonssystem alltid være å anses som tilgjengelig for markedsdeltakerne. Det kan imidlertid forekomme tilfeller der opplysningspliktig, kurssensitiv informasjon først offentliggjøres gjennom andre kanaler, og således kommer til markedsaktores kunnskap før informasjonen er offentliggjort gjennom børsens informasjonssystem. Mange kursrelevante opplysninger vil dessuten aldri bli distribuert gjennom dette informasjonssystemet, for eksempel fordi de ikke utløser opplysningsplikt. Spørsmålet blir da om andre typer av tilgjengeliggjøring for markedsdeltakerne gjør informasjonen tilstrekkelig kjent slik at handel på bakgrunn av den ikke utløser innsidehandelsforbudet. I det følgende vil jeg ta for meg enkelte slike alternative måter for hvordan innsideopplysninger kan tenkes å bli tilgjengelig for markedsdeltakerne.

---

<sup>133</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 35.

Opplysningene vil for det første kunne gjøres tilgjengelig gjennom Brønnøysundregisteret, Grunnboken eller andre offentlige tilgjengelige registre. Det er antatt at slik publisering innebærer at opplysningene er ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet”

Opplysningene må videre anses ”offentlig tilgjengelig eller allment kjent” der offentliggjøring skjer gjennom massemedia, fagtidsskrift eller andre publikasjoner som kan hevdes å ha generell utbredelse i det norske markedet.<sup>134</sup> Offentliggjøring på NRK, CNN, Dagens Næringsliv, Nettavisen eller lignende publikasjoner er derfor tilstrekkelig for at opplysningen kan anses allment tilgjengelig. Også opplysninger som fremkommer i utenlandske medier må i utgangspunktet kunne anses som offentlig tilgjengelig.<sup>135</sup>

Opplysninger som er publisert hos nettbaserte informasjonsdistributører som Reuters, Bloomberg o.l. må også antas å være offentlig tilgjengelig.<sup>136</sup> Dette er nyhetstjenester som i utstrakt grad benyttes av aktørene i finansmarkedet. Den som erverver sin kunnskap gjennom slike kanaler vil således ikke være omfattet av handelsforbudet.

Internett er i dag et effektivt hjelpemiddel for investorer til å skaffe seg et lovlig informasjonsfortrinn og for utstederforetaket til å gjøre opplysninger raskt kjent i markedet. Når en kurssensitiv opplysning er tilgjengelig på for eksempel utstederforetakets hjemmeside, vil den være offentliggjort og den som handler på bakgrunn av slik informasjon vil ikke rammes av forbudet.<sup>137</sup>

Når det gjelder offentliggjørelse som skjer ved direkte meddelelse til aksjonærene og ansatte i utstederforetaket, vil man normalt ikke anse opplysningene som offentlig tilgjengelig. Poenget er at deltakere i markedet som ikke er aksjonærer eller ansatte ikke vil kjenne opplysningene i en kjøpsituasjon. Opplysninger som gis aksjonærene på en generalforsamling i et utstederforetak med et ikke ubetydelig antall aksjonærer, har

---

<sup>134</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 35.

<sup>135</sup> NOU 1996:2 s. 57.

<sup>136</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 36.

<sup>137</sup> Kredittilsynets høringsnotat datert 19.01.00 s. 36.



likevel vært ansett som offentlig tilgjengelig.<sup>138</sup> I teorien er det imidlertid tatt til orde for at det siste ikke kan være holdbart med den begrunnelse at børsf. § 5-6 krever at slike opplysninger skal være oversendt til børsen senest samtidig med at generalforsamlingen tar til.<sup>139</sup>

#### 2.4.6 Krav til faktisk kunnskap

For at handelsforbudet i vphl. § 2-1 skal komme til anvendelse kreves det at innsider ”har” innsideopplysninger. Det stilles således et krav om faktisk kunnskap. Dette er også lagt til grunn i forarbeidene.<sup>140</sup> Denne kunnskapen må innsider ha på transaksjonstidspunktet.

Faktisk kunnskap betyr ikke at det er noen betingelse at vedkommende besitter fysisk dokumentasjon som opplysningene knytter seg til. Det er tilstrekkelig at opplysningen på en eller annen måte er tatt opp i hans bevissthet. Hvor opplysningen stammer fra og hvordan han har ervervet dem, er heller ikke avgjørende.

Det er ikke noe krav om at innsideren må vite at den informasjonen han har er innsideinformasjon.<sup>141</sup> Har innsideren fått kjennskap til et nært forestående oppkjøpstilbud, vil manglende kunnskap om at informasjonen er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene ikke være av betydning ved bedømmelsen av om gjerningsbeskrivelsen i vphl. § 2-1 er overtrådt. Dette vil imidlertid få betydning for vurderingen av om innsideren kan straffes for forsettlig eller uaktsom innsidehandel.<sup>142</sup> Såfremt vedkommende objektivt sett hadde innsideinformasjon på transaksjonstidspunktet, vil en eventuell manglende forutsetning for å forstå kurssensitiviteten neppe anses som tilstrekkelig subjektiv unnskyldelsesgrunn.<sup>143</sup>

---

<sup>138</sup> NOU 1996: s. 57.

<sup>139</sup> Verdipapirhandelloven Kommentarutgave s. 93-94.

<sup>140</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 43, Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 35.

<sup>141</sup> Sæbø s. 180.

<sup>142</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 43 og punkt 3.2.

<sup>143</sup> Bergo s. 502.

At innsider må "ha" opplysninger innebærer videre at det ikke er av betydning om han ved nærmere undersøkelser ville fått slike opplysninger. Dersom innsider eksempelvis har mottatt en e-post med innsideopplysninger, men beviselig ikke har lest denne, vil han ikke "ha" opplysninger i lovens forstand, og kan ikke straffes for innsidehandel. En annen sak er at slik kunnskap vil være meget vanskelig å bevise.

## 2.5 Hvilke personer omfattes av forbudet?

### 2.5.1 Generelt

Handel på bakgrunn av innsideinformasjon må ikke foretas av "noen", jf. vphl. § 2-1. Det norske forbudet omfatter dermed enhver som har kjennskap til slik informasjon. Internasjonalt er det imidlertid mest vanlig å stille opp forskjellige begrensninger med hensyn til hvilke investorer som rammes. Dette gjelder for eksempel Innsidehandelsdirektivet som stiller som vilkår at vedkommende må ha tilknytning til utstederforetaket.

Begrunnelsen for å la forbudet ramme enhver er først og fremst retts tekniske hensyn. Ved at alle i prinsippet kan omfattes, unngår man de vanskelige avgrensingsproblemene som oppstår i forbindelse med de mer begrensede kriteriene som finnes i annen internasjonal lovgivning.<sup>144</sup> Det er videre antatt at en slik ubegrenset, personell rekkevidde kan redusere risikoen for at klassiske innsidere søker å kamuflere misbruk av innsideinformasjon ved å kontrahere gjennom stråmenn.<sup>145</sup> Også rettferdighetsbetrakninger er anført til fordel for en slik utvidet personkrets. Det er ikke rettferdig overfor de øvrige aktørene på markedet at noen handler på grunnlag av innsideinformasjon, uansett hvem disse er.<sup>146</sup>

At enhver investor rammes innebærer at både fysiske og juridiske personer omfattes av forbudet. Deres nasjonalitet eller forretningssted/bopel vil ikke være avgjørende. Handelsforbudet gjelder i utgangspunktet også for stat og kommuner. Disposisjoner

---

<sup>144</sup> Ot.prp.nr.68 (1984-1985) s. 46.

<sup>145</sup> Sæbø s. 183.

<sup>146</sup> Sæbø s. 183.

som foretas som ledd i statens penge- og valutapolitikk er likevel unntatt.<sup>147</sup> Såfremt utstederforetakets finansielle instrumenter er eller søkes notert på norsk børs eller autorisert markedsplass, vil foretakets handel i egne instrumenter også kunne rammes av bestemmelsen, dersom ikke all kurssensitiv informasjon som foretakets handelsrepresentant kjenner til er offentliggjort i forkant.<sup>148</sup>

### 2.5.2 Særlig om innsidehandel i representasjonsforhold

Forbudet mot innsidehandel får anvendelse på enhver som "foretar" en transaksjon som nevnt i vphl. § 2-1. Det er ikke avgjørende hvorvidt den som har innsideinformasjon og handler på grunnlag av denne opptrer i eget eller fremmed navn, eller for egen eller fremmed regning. Overtredelse av innsidehandelsforbudet kan således skje både i og utenfor representasjonsforhold.

Med representasjon menes at en person opptrer på vegne av en annen. Den representerte vil kunne være en fysisk eller en juridisk person. Representanten vil være megler, fullmektig, ansatt, tillitsmann eller enhver annen som opptrer for andre. Representanten kontraherer i eget eller i fremmed navn, men i begge tilfeller for fremmed regning.

Begrunnelsen for også å ramme innsidehandel ved representasjon er klar nok. Dersom forbudet ikke omfattet representasjonsforhold, kunne innsider enkelt omgå forbudet ved å kontrahere på vegne av nærstående fysiske eller juridiske personer. Hensynet til et effektivt forbud ville således ikke kunne realiseres fullt ut dersom forbudet ikke omfattet handel ved representant.<sup>149</sup>

Spørsmålet i det følgende blir i hvilken utstrekning representanten så vel som den representerte kan straffes for overtredelse av innsidehandelsforbudet. For begge parter er det en forutsetning at både de objektive og de subjektive vilkår for straff er oppfylt.

---

<sup>147</sup> Se nærmere under punkt 2.6.3.2.

<sup>148</sup> Verdipapirhandelloven Kommentirutgave s. 83.

<sup>149</sup> Sæbø s. 217.

### 2.5.2.1 Representantens ansvar i representasjonsforholdet

Som nevnt er det en forutsetning for at representanten kan straffes for innsidehandel at han oppfyller alle straffbarhetsvilkårene. I relasjon til de objektive vilkår vil det imidlertid kunne være vanskelig å fastslå om transaksjonsforbudet i vphl. § 2-1 er overtrådt. Dette skyldes at representantens bidrag til transaksjonen kan variere meget. Det må således sondres mellom flere situasjoner hvor representanten har ulik innflytelse over beslutningen. Bare i de tilfellene han etter en konkret vurdering kan sies å ha ”foretatt” transaksjonen eller i det minste ”tilskyndet” til transaksjonen vil han kunne straffes for overtredelse av forbudet.<sup>150</sup> Det forutsettes i det følgende at de øvrige objektive vilkårene og dessuten de subjektive vilkårene er oppfylt.

I den ene enden av skalaen vil man finne de tilfellene der representanten selv har rådigheten over transaksjonsbeslutningen.<sup>151</sup> Det vil si der han er alene om å fatte beslutningen. Dette vil for eksempel kunne være tilfelle der representanten er eneste styremedlem i et foretak. Normalt vil han da kunne fatte beslutninger om handel med finansielle instrumenter på egen hånd. I slike situasjoner vil han antas å ha ”foretatt” handelen, og vil således kunne straffes for overtredelse av handelsforbudet.

Dersom representanten er en av flere beslutningstagere, vil han kunne rammes av forbudet dersom hans deltagelse var nødvendig for at beslutningen ble truffet.<sup>152</sup> Det kan for eksempel tenkes at styremedlemmets stemmegivning har ført til det nødvendige flertall eller at styremedlemmets påvirkning forut for beslutningen var avgjørende for de øvriges stemmegivning. Selv om representantens deltagelse ikke er nødvendig for å fatte transaksjonsbeslutningen, kan det bli spørsmål om å anse representanten for å ha overtrådt innsidehandelsforbudet. Forarbeidene synes å gi uttrykk for at det skal være tilstrekkelig til å overtre forbudet at vedkommende ”...må antas å ha vært med på å treffe eller øve innflytelse på transaksjonsbeslutningen...”.<sup>153</sup> Det stilles således krav til årsakssammenheng mellom representantens deltagelse og transaksjonsbeslutningen,

---

<sup>150</sup> NOU 1996:2 s. 60.

<sup>151</sup> Sæbø s. 219.

<sup>152</sup> Sæbø s. 220.

<sup>153</sup> NOU 1996:2 s. 60.

men disse synes å være relativt lave. I alle tilfeller der representanten stemmer for beslutningen vil han dermed kunne straffes for overtredelse av handelsforbudet.

Selv om representanten ikke er med på å fatte selve beslutningen, vil han kunne rammes av handelsforbudet dersom han er delaktig i den prosessen som leder frem til beslutningen.<sup>154</sup> Også her må det stilles opp et krav om årsakssammenheng mellom vedkommendes aktivitet og beslutningen. Når for eksempel en kontrollerende aksjonær gir den formelle beslutningstageren et uformelt signal om kjøp eller salg av finansielle instrumenter, bør transaksjonsforbudet komme til anvendelse på samme måte som om aksjonæren hadde stemt for et vedtak i eiermøte.

I den andre enden av skalaen vil man finne de tilfellene der representanten verken deltar i eller bidrar på annen måte til beslutningen. Utgangspunktet er her at representanten ikke rammes av forbudet da han ikke kan sies å ha ”foretatt” handelen. Dette må gjelde selv om han bistår med selve gjennomføringen av beslutningen.<sup>155</sup> Et eksempel på dette er at en megler har innsideinformasjon knyttet til et børsnotert finansielt instrument, og samtidig passivt utfører ordre etter konkrete oppdrag fra kunder vedrørende handel i det samme finansielle instrumentet.<sup>156</sup> Det samme vil gjelde for andre ”fullmektiger” med en ”plikt” til å gjennomføre et oppdrag.<sup>157</sup>

#### 2.5.2.2 Den representertes ansvar i representasjonsforholdet

Den representerte kan være en fysisk person. For at denne skal kunne straffes er det som nevnt en forutsetning at han selv oppfyller samtlige straffbarhetsvilkår, både de objektive og de subjektive. Dette vil for eksempel være tilfelle der han i visshet om at han besitter innsideinformasjon kjøper eller selger finansielle instrumenter gjennom en megler. Dersom den representerte har innsideopplysninger må han, for ikke å overtre forbudet, gjennom instruksjer til representanten sørge for at det ikke handles for hans regning i de finansielle instrumentene opplysningene knytter seg til. En representants overtredelse av vphl. § 2-1 fører ikke i seg selv til straffansvar for den representerte.

---

<sup>154</sup> Sæbø. s. 224.

<sup>155</sup> Sæbø s. 226.

<sup>156</sup> Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 7.

<sup>157</sup> NOU 1996:2 s. 60.

Som nevnt over, vil forbudet også få sin anvendelse på juridiske personer. Juridiske personer kan imidlertid ikke som sådanne gjøre seg skyldig i overtredelse av et straffebud. Straffansvar forutsetter at noen som har handlet på vegne av foretaket har overtrådt straffebudet, jf. strl. § 48a første ledd. Et foretak kan dermed straffes for innsidehandel med finansielle instrumenter dersom transaksjonen er foretatt av en fysisk person som handlet på vegne av foretaket, og som dessuten oppfyller alle straffbarhetsvilkårene. Straffen er bøter, jf. strl. § 48a tredje ledd.

Bestemmelsen hjemler straff for foretaket selv om ”ingen enkeltperson kan straffes for forholdet”, dvs. ved såkalte anonyme feil. I tillegg omfatter bestemmelsen kumulative feil. Kumulative feil vil bestå i at flere enkeltpersoners kunnskaper og handlinger til sammen medfører overtredelse av handelsforbudet. Det er imidlertid antatt i forarbeidene at foretaksstraff vil ha liten praktisk betydning ved straffbar innsidehandel der ingen enkelt representant oppfyller straffbarhetsvilkårene.<sup>158</sup> For å statuere overtredelse av vphl. § 2-1 første ledd må det antakelig kreves at minst en person i foretaket har innsideinformasjon og misbruker den.

## 2.6 Misbruksreservasjonen

### 2.6.1 Innledning

Det følger av vphl. § 2-1 annet ledd og dessuten bestemmelsens overskrift at handelsforbudet kun gjelder ved ”misbruk” av innsideopplysninger. Det er et selvstendig, objektiv straffbarhetsvilkår det er tale om.

Begrepene ”misbruk” og ”misbruksreservasjon” må i følge forarbeidene oppfattes som synonymt med begrepene ”rettstrid” og ”rettstridsreservasjon”.<sup>159</sup> Dette er begreper som er vel kjent innen strafferetten. Misbruksreservasjonen må etter dette forstås som en generell reservasjon fra lovgiverens side, om at det ikke er meningen å ramme alle de tilfelle som ellers ville gå inn under beskrivelsen i straffebudet.<sup>160</sup> Det må således

---

<sup>158</sup> NOU 1996:2 s. 61.

<sup>159</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 30.

<sup>160</sup> Andenæs s. 144.

foretas en innskrenkende fortolkning av straffebudet der handlingen har et legitimt formål eller det ikke er formålstjenlig eller er klart for strengt å ilegge straffansvar.

Til tross for en lovfesting av den generelle misbruksreservasjonen stilles det i vphl. § 2-1 opp to særlige tilfeller som aldri skal anses som ”misbruk”. Dette gjelder for *”normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp”*, jf bestemmelsens annet ledd annet punktum og for *”disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommendes stats penge- og valutapolitikk”*, jf. tredje ledd.

#### 2.6.2 Nærmere om den generelle misbruksreservasjonen i vphl. § 2-1

Ordlyden i vphl. § 2-1 angir ikke nærmere når det foreligger misbruk i lovens forstand, og begrepet gir i seg selv ikke særlige holdepunkter.

Det er imidlertid antatt at misbruksreservasjonen ikke gir grunnlag for at det må påvises en vinnings hensikt hos den handlende.<sup>161</sup> Ved vurderingen av misbruksvilkåret kan den handlendes motiver likevel ha betydning. Misbrukelementet vil være sterkere fremtredende der det foreligger utnyttelse av innsideopplysninger til egen økonomisk vinning. Dette er også lagt til grunn i Nora-dommen der det uttales at:

”...dersom det økonomiske motivet har vært sterkt fremtredende vil man trolig lettere finne at forbudet mot innsidehandel er overtrådt enn de tilfelle der det ikke foreligger noe økonomisk motiv overhode eller dette befinner seg sterkt i bakgrunnen”

Forarbeidene til endringsloven fra 1991 inneholder en gjennomgang av enkelte typetilfeller som forutsettes å ikke innebære misbruk.<sup>162</sup> Det påpekes på samme sted at det ikke er tale om en uttømmende oversikt. Hvorvidt det foreligger et misbrukstilfelle, må i andre tilfeller bero på et konkret skjønn i det enkelte tilfellet.<sup>163</sup>

---

<sup>161</sup> Reed s. 48.

<sup>162</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 30.

<sup>163</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 31.

Jeg vil i de følgende punkter, med utgangspunkt i forarbeidenes oppramsing, ta for meg enkelte typetilfeller som forutsettes å ikke innebære misbruk i lovens forstand. Til tross for at det ikke vil være tale om en uttømmende fremstilling, vil disse typetilfellene etter forholdene kunne være egnet til å gi generell veiledning om når det (ikke) foreligger ”misbruk”.

#### 2.6.2.1 Meglerens passive utførelse av et konkret kundeoppdrag

Som allerede antydnet i punkt 2.5.2.1 vil ikke en meglers passive utførelse av et konkret kundeoppdrag innebære misbruk i lovens forstand. Det forutsettes at megler har ,og oppdragsgiver ikke har, innsideinformasjon om de finansielle instrumentene handelen gjelder. At det må være tale om en passiv utførelse indikerer at megleren ikke har vært delaktig i oppdragsgiverens transaksjonsbeslutning. Det er i et slikt tilfelle altså ingen sammenheng mellom kjennskap til innsideopplysningen og den foretatte transaksjonen, og det må dermed antas at forholdet ikke vil påvirke tilliten til markedet. En plikt for megleren med innsideinformasjon til å henvise ordren til en annen megler, vil derimot kunne ha flere uheldige virkninger både for oppdragsgiver og for markedet generelt. For oppdragsgiver vil dette kunne medføre forsinkelse og ekstra bryderi. Videre vil dette kunne svekke markedets effektivitet, samt danne grobunn for rykter og spekulasjoner om at ”noe er på gang”.<sup>164</sup>

Det er bare det konkrete kundeoppdrag som i forarbeidene forutsettes å falle inn under misbruksreservasjonen. Ved aktiv forvaltningsservice eller andre ordninger der megleren handler på bakgrunn av en generell handelsfullmakt, vil spørsmålet om det foreligger misbruk avhenge av den konkrete situasjon.<sup>165</sup>

---

<sup>164</sup> Sæbø s. 131-132.

<sup>165</sup> NOU 1996:2 s. 49.



#### 2.6.2.2 Innsideinformasjonen er egnet til å påvirke kursen i en for innsider ugunstig retning

I forhold til misbruksreservasjonen er det avgjørende hvordan innsideopplysningen er egnet til å påvirke kursen.<sup>166</sup> Dersom man selger finansielle instrumenter på et tidspunkt hvor man har opplysninger om at kursen vil stige, vil det ikke foreligge misbruk. Likeledes omfattes ikke kjøp som foretas med innsideinformasjon som vil påvirke kursen i negativ retning. Disse unntakene vil ha sitt grunnlag i at vinningsmotivet mangler.<sup>167</sup> Det er i forarbeidene understreket at det er uten betydning hvordan kursen rent faktisk beveget seg i etterkant.<sup>168</sup> Det avgjørende er i hvilken retning opplysningen måtte anses ”egnet til” å påvirke kursen på transaksjonstidspunktet.<sup>169</sup>

#### 2.6.2.3 Direktetransaksjoner der partene har lik informasjon

Et annet typetilfelle der misbruksreservasjonen vil få sin anvendelse vil være ved direktetransaksjoner der vedkommende som har innsideinformasjon fullt ut informerer motparten eller forsikrer seg om at motparten har lik informasjon.<sup>170</sup> Uavhengig av om partene evaluerer informasjonen likt, vil partenes enighet om handel på avtalte vilkår måtte betraktes som et risikoavveiet forhandlingsresultat og intet misbruk av innsideinformasjon.<sup>171</sup> Reglene om taushetsplikt i vphl. § 2-2 kan imidlertid være til hinder for slik informasjonsutjevning som nevnt.

Der transaksjonen skjer over børs vil det ikke være mulig å forsikre seg om at motparten har lik informasjon. Om det tilfeldigvis skulle vise seg i ettertid at motparten hadde kjennskap til de samme opplysningene, vil handelsforbudet likevel være overtrådt.<sup>172</sup>

---

<sup>166</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 30.

<sup>167</sup> Jf. punkt 2.6.2.

<sup>168</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 30-31.

<sup>169</sup> Jf. punkt 2.4.4.2.

<sup>170</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 31.

<sup>171</sup> Sæbø s. 133.

<sup>172</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 31.

#### 2.6.2.4 Transaksjoner mellom nærstående

Transaksjoner mellom nærstående vil som hovedregel ikke innebære misbruk i lovens forstand.<sup>173</sup> Hvem som skal anses som nærstående er definert i vphl § 1-4. Dette vil innebære at det for eksempel neppe vil foreligge misbruk der handelen skjer mellom mor- og heleiet datterselskap, eller mellom to datterselskaper som eies i sin helhet av samme eier, selv om bare den ene part har innsideopplysninger. I slike tilfeller vil det normalt være andre motiver som ligger til grunn for transaksjonen enn å utnytte innsideinformasjon. I tillegg vil ikke andre aktører i markedet påføres noe tap som følge av handelen. Tilliten til markedet vil dermed neppe svekkes nevneverdig om slike transaksjoner tillates.

#### 2.6.2.5 Handel på bakgrunn av lovbestemt plikt

I forarbeidene er det vist til at handel på bakgrunn av lovbestemt plikt ikke innebærer misbruk fra den tvungnes side.<sup>174</sup> Det kan for eksempel være tale om et pliktig salg iht. konsesjonslovgivningen eller en plikt til realisasjon av pant og andre sikkerheter.

Når det gjelder salgspunkt iht. konsesjonslovgivningen, inneholder forarbeidene ingen reservasjoner. I teorien er det imidlertid hevdet at et salg på grunnlag av en slik plikt ikke ubetinget kan innebære at transaksjonen går klar av handelsforbudet. Som eksempel nevnes en oppkjøper som har fått avslag på sin konsesjonssøknad og som ”dumper” aksjene før det inntreffer et større kursfall i markedet som vedkommende ut fra sin innsidekunnskap må forvente. En slik transaksjon bør ikke kunne aksepteres.<sup>175</sup> Generelt kan det sies at transaksjonen i slike tilfeller bør unngås så lenge som mulig og helst inntil innsideinformasjonen er blitt offentlig tilgjengelig.<sup>176</sup> Synspunktet bør imidlertid bare få sin anvendelse på det enkelte tilfelle der det ikke gir en urimelig løsning.

---

<sup>173</sup> Reed s. 52.

<sup>174</sup> NOU 1996:2 s. 61.

<sup>175</sup> Bergo s. 491-492.

<sup>176</sup> Verdipapirhandelloven Kommentirutgave s. 96.

En lovbestemt plikt til å realisere pant og andre sikkerheter vil bare unntaksvis kunne tenkes. Et tilfelle vil være der et verdipapirforetak kan realisere kundens finansielle instrumenter fordi foretaket ikke har fått oppgjør for oppdraget, jf. vphl. § 11-5. Foretaket vil i en slik situasjon være underlagt en ulovfestet ”aktsomhetsplikt” som innebærer at realisasjonen skal skje på et tidspunkt der kunden får dekket sitt tap i størst mulig grad.<sup>177</sup> En ”realisasjonsplikt” vil for eksempel kunne tenkes å oppstå i forkant av et forventet kursfall. Selv om personer i verdipapirforetaket har innsideinformasjon i tilknytning til det forestående kursfallet, vil det være rimelig å la hensynet til kunden gå foran hensynet bak innsidehandelsforbudet, slik at foretaket ikke må utsette transaksjonen, og dermed påføre kunden et tap. Realisasjonen skjer her ikke ut fra et profittmotiv, men for å dekke debitors gjeld i størst mulig grad, og det vil dermed ikke være tale om et misbruk.

#### 2.6.2.6 Kjennskap til egne eller samarbeidende parter beslutninger

Det er antatt at det heller ikke vil foreligge misbruk dersom man handler finansielle instrumenter på grunnlag av kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger. En slik beslutning ligger implisitt i enhver handel.<sup>178</sup> Dersom to eller flere parter samarbeider om for eksempel et oppkjøp, vil heller ikke opplysninger om hverandres planer rammes.<sup>179</sup> For andre som får kjennskap til beslutningene eller planene, vil dette derimot kunne utgjøre innsideopplysninger som i sin tur vil utløse handelsforbudet dersom det handles på grunnlag av disse.

### 2.6.3 Nærmere om de særlige lovbestemte unntakene

#### 2.6.3.1 Normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt

Vphl. § 2-1 annet ledd annet punktum gjør unntak for ”...*normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp*”. Begrunnelse for unntaket er at det i et slikt tilfelle ikke kan være tale om noe misbruk. Dersom innehaveren av derivatkontrakten mottar innsideinformasjon etter inngåelsen, men før retten er gjort

---

<sup>177</sup> Bergo s. 492.

<sup>178</sup> Christiansen/Bjørland s. 37.

<sup>179</sup> Ot.prp.nr.72 (1990-1991) s. 31.

gjeldende, vil det ikke ved utøvelsen skje noen utnyttelse av informasjonen av den karakter som betegner de typiske misbruksintensjoner.<sup>180</sup> Utøvelsen vil bare innebære at han benytter seg av kontraktsrettigheter som var etablert før han fikk kunnskapen. Tilliten til markedet vil derfor neppe svekkes vesentlig ved at slike transaksjoner tillates. Unntaket gjelder bare de underliggende instrumentene, og gir ingen utvidet rett til å handle med selve opsjonen eller terminen.<sup>181</sup>

Det er bare en ”normal” utøvelse som er unntatt fra forbudet. I forarbeidene sies det ikke annet om vilkåret enn at det avgrenser mot utøvelse som må antas å innebære misbruk.<sup>182</sup> Som et eksempel på misbruk nevnes utøvelse av en opsjon som er ”out of money”, dvs. en opsjon der de underliggende instrumentene vil kunne kjøpes til en lavere kurs, eller selges til en høyere kurs i markedet. En slik opsjon vil innehaveren normalt ikke utøve. Dersom han likevel velger å utøve en slik opsjon fordi han er avskåret fra å handle i de underliggende instrumentene på grunn av innsidekunnskap, vil det utgjøre misbruk og ingen normal utøvelse.

At det må være tale om ”tidligere inngåtte” avtaler innebærer at unntaket må forstås med det forbehold at det kun omfatter tilfeller hvor innsideinformasjon blir kjent for investor etter at opsjons-/terminavtalen er inngått. Inngåelsen vil da ikke være motivert av innsideinformasjon.

Unntaket gjelder videre bare utøvelse ved ”kontraktens utløp”. Dette må for opsjoners vedkommende innebære at for eksempel opsjonsavtaler som gir innehaveren rett til innløsning når som helst i hele perioden frem til og med bortfallsdagen rammes av forbudet dersom han ikke venter til bortfallsdagen.

#### 2.6.3.2 Disposisjoner foretatt som ledd i statens penge- og valutapolitikk

Vphl. § 2-1 tredje ledd gjør unntak fra handelsforbudet i første ledd for ”*disposisjoner som foretas på vegne av en stat, når disposisjonen er et ledd i vedkommende stats penge*

---

<sup>180</sup> Reed s. 47.

<sup>181</sup> Reed s. 227.

<sup>182</sup> NOU 1996:2 s. 58.

*og valutapolitikk*”. Forarbeidene forutsetter at slike disposisjoner fremstår som ”nødvendige” og at det derved ikke kan være tale om misbruk. Videre må det antas at statens disposisjoner ikke er motivert ut fra ønsket om egen vinning, men snarere ut fra allmenne og politiske hensyn noe som ytterligere tilsier at slike transaksjoner ikke skal rammes av handelsforbudet.

Hvem som i det konkrete tilfelle fatter transaksjonsbeslutningen, er ikke relevant i relasjon til unntaket. Det er imidlertid en forutsetning at vedkommende opptrer ”på vegne av en stat”. Dette kan for eksempel være en sentralbank eller en annen instans utpekt av staten, eller enhver person som handler på deres vegne.

Bare disposisjoner foretatt som ledd i statens ”penge- og valutapolitikk” vil være omfattet av unntaket. Dette innebærer for eksempel at en stat som handler med valutainstrumenter for å stabilisere sin valuta ikke rammes av forbudet. Dette tiltross for at slik handel ofte foregår med kjennskap til forestående endringer i de makroøkonomiske rammebetingelser herunder rentenivå.<sup>183</sup>

### **3 Straffehjemmel, skyldkrav og straff**

#### **3.1 Straffehjemmel**

Brudd på innsidehandelsforbudet i vphl § 2-1 er straffesanksjonert etter vphl. § 14-3. Så vel uaktsom som forsettelig overtredelse rammes. Straffen er bøter eller fengsel inntil 6 år og overtredelse skal dermed anses som en forbrytelse, jf. vphl. § 14-3, jf. strl. § 2.

#### **3.2 Skyldkrav**

Som ellers i strafferetten er det en forutsetning for straff at den som objektivt har overtrådt straffebudet, også har utvist skyld. Vphl. § 14-3 krever forsett eller uaktsomhet. I tillegg stilles det opp et subjektivt straffbarhetsvilkår allerede i

---

<sup>183</sup> NOU 1996:2 s. 49.

gjerningsbeskrivelsen gjennom kravet om faktisk kunnskap.<sup>184</sup> Strafferammen er den samme for forsettlig og uaktsom overtredelse, men skyldgraden vil få betydning ved straffeutmålingen.<sup>185</sup>

### 3.2.1 Forsett

Forsett er den bevisste overtredelsen av et straffebud. Det må legges til grunn at kravet til forsett har det samme innholdet i vphl. § 14-3 som ellers i strafferetten.<sup>186</sup> For at skyldkravet skal være oppfylt må således innsiderens forsett omfatte samtlige elementer i gjerningsbeskrivelsen.<sup>187</sup> Skyldformen deles gjerne inn i undergrupper, uten at dette har betydning for straffbarheten. Dersom innsider foretar en transaksjon og han med sikkerhet vet at han derved utnytter kurssensitiv informasjon som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent, har han klart handlet med forsett. Det samme må gjelde i de tilfellene der han regner det som overveiende sannsynlig at det er det han gjør. I de tilfellene der innsider har holdt det for mer eller mindre mulig at han overtrer handelsforbudet, står man overfor vanskelige grensetilfeller mellom forsett og grov uaktsomhet.

Forsett kan konstateres selv om innsider ikke kjenner til at handlingen er straffbar. Man taler i disse tilfellene om en rettslig villfarelse. Et eksempel kan være at innsider tror at opplysningenes tilgjengelighet for markedet ikke er av betydning for straffbarheten. Rettsvillfarelse bedømmes etter strl. § 57, og kan bare medføre straffrihet dersom den er unnskyldelig.<sup>188</sup>

Dersom gjerningspersonen ikke er klar over en omstendighet som er av betydning for straffbarheten, er han i faktisk villfarelse. Et eksempel kan være at innsider feilaktig tror at opplysningene faktisk er tilgjengeliggjort for markedet. Slik villfarelse vil i utgangspunktet utelukke straff, jf. strl. § 42 første ledd. Dersom villfarelsen er uaktsom

---

<sup>184</sup> Om dette vilkåret, se punkt 2.4.6.

<sup>185</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 43.

<sup>186</sup> Sæbø s. 234.

<sup>187</sup> Andenæs s. 204.

<sup>188</sup> Andenæs s. 239.

kan han imidlertid straffes for uaktsomhet, jf. strl. § 42 annet ledd og vphl. § 14-3 første ledd.

### 3.2.2 Uaktsomhet

Uaktsom innsidehandel kjennetegnes normalt av at forsettet ikke omfatter hele gjerningsinnholdet i handelsforbudet.<sup>189</sup> Det kan for eksempel tenkes at innsider ikke hadde kjennskap til at opplysningene var kurssensitive eller utilgjengelig for de øvrige markedsdeltakerne. Det kan sågar tenkes at han ikke var klar over at han gjennomførte en transaksjon. I slike tilfeller vil han likevel kunne straffes for uaktsom innsidehandel dersom han burde kjent til disse omstendighetene.

Ved vurderingen av hvorvidt innsider burde kjent til slike omstendigheter, må det tas utgangspunkt i de krav som stilles til forsvarlig opptreden på område, dvs. hva som med rimelighet kan forventes av en person i egenskap av investor.<sup>190</sup> Det foretas således en vurdering ut fra en objektiv aktsomhetsnorm, likevel slik at aktsomhetsnormen formentlig må praktiseres strengere for tillitsmenn og ansatte i verdipapirforetak eller andre som utøver konsesjonspliktig virksomhet enn for den mindre profesjonelle markedsaktør.<sup>191</sup>

Foruten slike individuelle forutsetninger vil blant annet informasjonstype, informasjonens kilde og dessuten måten den er formidlet på være relevante momenter ved aktsomhetsvurderingen. Vesentlig for vurderingen vil således være at opplysningene er typisk kurssensitive eller stammer fra en kilde som i alminnelighet er unntatt offentligheten. Det samme vil gjelde dersom den handlende ut fra konkrete forhold er gitt foranledning til å forutsette bruddet på handelsforbudet, eller at han nærmest har fått et varsel om å utvise varsomhet.<sup>192</sup>

---

<sup>189</sup> Sæbø s. 235.

<sup>190</sup> Reed s. 281.

<sup>191</sup> Verdipapirhandelloven Kommentartutgave s. 833.

<sup>192</sup> Reed s. 282.

### 3.3 Straff

Straffen for overtredelse av vphl. § 2-1 er, som nevnt over, bøter eller fengsel inntil 6 år. Overtredelse av innsidehandelsforbudet regnes som alvorlig økonomisk kriminalitet. Straffutmålingen må som i den alminnelige strafferetten vurderes på bakgrunn av overtredelsens karakter og graden av skyld. Ulovlig innsidehandel som foretas med forsett, hvor den ulovlige transaksjonen har medført stor gevinst, gjentatte overtredelser eller at det i den angjeldende tilfelle også foreligger misbruk av stilling, tillit osv. vil kunne bedømmes som skjerpende omstendigheter i relasjon til straffutmålingen.

## 4 Medvirkning og forsøk

### 4.1 Medvirkning

#### 4.1.1 Generelt

Medvirkning til ulovlig innsidehandel er gjort straffbart gjennom vphl. § 14-3 fjerde ledd. Skyldkravet er i likhet med for hovedhandlingen forsett eller uaktsomhet.<sup>193</sup> Strafferammen er også den samme som for hovedhandlingen. Ved straffeutmålingen må det legges vekt på hvor stort bidrag medvirkeren har ytet til handelen.

I tråd med alminnelig strafferett anses både fysisk og psykisk medvirkning som like straffverdig, og det er uten betydning om medvirkningen fant sted før eller samtidig med at den straffbare transaksjonen ble utført.<sup>194</sup> Foruten påvirkning eller oppfordring (tilskyndelse)<sup>195</sup>, vil typiske eksempler på medvirkning til innsidehandel være finansiering av transaksjonen eller meglers utførelse av innsiders transaksjonsordre. Ved direktetransaksjoner vil dessuten bistand under forhandlinger og utforming av avtale med medkontrahenten være medvirkning.<sup>196</sup>

---

<sup>193</sup> Sæbø s. 245.

<sup>194</sup> Andenæs s. 297-298.

<sup>195</sup> Se nærmere om denne særskilte medvirkningsformen under punkt 4.1.2.

<sup>196</sup> Sæbø s. 246-247.



Medvirkningsansvaret er et selvstendig straffansvar. Det er således ikke av betydning om hovedmannen kan straffes. Medvirkningsstraff med hjemmel i fjerde ledd forutsetter imidlertid at det finnes en hovedmann som objektivt sett har overtrådt innsidehandelsforbudet. Forarbeidene synes også å forutsette at medvirkningsstraff krever at hovedmannen har kjennskap til innsideinformasjonen.<sup>197</sup> Dersom dette ikke er tilfellet kan det i høyden bli tale om straff for forsøk på medvirkning.

#### 4.1.2 Særlig om "tilskyndelse"

Ved ikrafttredelsen av verdipapirhandellogen ble "tilskyndelse" tatt inn i vphl. § 2-1 første ledd som en selvstendig straffbar handling. Begrepet kunne således vært behandlet under den objektive gjerningsbeskrivelsen i punkt 2. Jeg har likevel funnet det naturlig å behandle begrepet her fordi det tross alt er tale om en medvirkningshandling. Plasseringen vil imidlertid være en smakssak, og har ingen betydning for begrepets innhold.

Tilskyndelse foreligger dersom vedkommende med innsideinformasjon oppfordrer en tredjemann til å handle, uten at tredjemann selv har, eller får, kjennskap til innsideinformasjonen.<sup>198</sup> I motsetning til det generelle medvirkningsansvaret er det således ikke en forutsetning for tilskyndelsesstraff at hovedmannen har kjennskap til innsideopplysningene, og det er heller ikke noe vilkår at den tilskyndede transaksjonen faktisk blir gjennomført.<sup>199</sup> Tilskyndelsen i seg selv er altså straffbar.

Ved at tilskyndelse eksplisitt er tatt inn i vphl. § 2-1, antas det at tilskynderen vil kunne straffes ikke bare ved forsett, men også ved uaktsomhet, jf vphl § 14-3 første ledd.<sup>200</sup>

Ved en særskilt regulering av denne medvirkningsformen, understrekes det også at tilskyndelse til å kjøpe, selge osv. etter omstendighetene vil kunne være like straffverdig og skadelig for markedet, som det å kjøpe eller selge.<sup>201</sup> Videre påpekes det i

---

<sup>197</sup> NOU 1996:2 s. 60-61.

<sup>198</sup> NOU 1996:2 s. 60.

<sup>199</sup> Verdipapirhandellogen Kommentartutgave s. 83.

<sup>200</sup> NOU 1996:2 s. 60, Kredittilsynets rundskriv 22/2001 s. 6.

<sup>201</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 30.

forarbeidene at særskilt regulering av denne medvirkningsformen kan bidra til økt klarhet og forutberegnelighet for aktørene i markedet.<sup>202</sup> Det må også antas at straff for tilskyndelse kan motvirke omgåelse av handelsforbudet. Innsider kan ikke oppnå gevinst ved å gi råd for eksempel til nærstående om gode investeringsobjekter.

Forbudet omfatter ikke tilskyndelse til å avstå fra en transaksjon, i motsetning til hva som rammes av rådgivningsforbudet i vphl. § 2-2 annet ledd. Dette har sammenheng med at det ikke rammes av vphl. § 2-1 om hovedmannen avstår fra å handle fordi han sitter med innsideinformasjon.<sup>203</sup>

## 4.2 Forsøk

Overtredelse av vphl. § 2-1 er en forbrytelse. Forsøk på overtredelse kan dermed straffes, men mildere enn den fullbyrdede forbrytelse, jf. strl. §§ 49 og 51. Forsøksstraff forutsetter forsett, jf. strl. § 49. Et uaktsomt forsøk på innsidehandel er altså ikke straffbart.

Forsøk på innsidehandel vil for eksempel foreligge der innsider har gitt megler et oppdrag som denne ikke klarer å fullføre eller der medkontrahenten avslår innsiders tilbud om kjøp/salg. Videre vil det kunne foreligge et forsøk der innsideinformasjonen taper sitt kurspåvirkende potensial eller medkontrahenten blir kjent med innsideinformasjonen før avtaleinngåelsen, men etter at forsøksstadiet er inntrådt.<sup>204</sup>

For å konstatere forsøk må det trekkes grenser nedad mot straffri forberedelse og oppad mot fullbyrdet forbrytelse.<sup>205</sup> Når det gjelder grensen nedad kjennetegnes forsøket ved at gjerningsmannen har tatt skritt som viser at han går i gang med selve realiseringen.<sup>206</sup> Det stilles videre krav om fullbyrdelsesforsett og dessuten en viss nærhet, så vel i tid som psykologisk, mellom forberedelseshandlingen og fullbyrdelse.<sup>207</sup> I relasjon til

---

<sup>202</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 30.

<sup>203</sup> Se punkt 2.3.2.1.

<sup>204</sup> Sæbø s. 241.

<sup>205</sup> Andenæs. s. 314.

<sup>206</sup> Andenæs s. 316.

<sup>207</sup> Andenæs s. 316-317.

direktetransaksjoner må det tas utgangspunkt i hvor langt partene er kommet i kontraktsforhandlingene.<sup>208</sup> Så lenge forhandlingene pågår uten at noen av partene har forpliktet seg til å kontrahere på bestemte vilkår, kan en vanskelig anses å ha nådd forsøksstadiet. Ved handel gjennom mellommann vil man normalt anse det som et forsøk når megleren er gitt transaksjonsoppdraget.<sup>209</sup> Innsider vil etter dette tidspunkt som regel ikke lenger kunne påvirke prosessen frem mot oppfyllelse. Grensedragningen oppad avgjøres av vilkårene i straffebudet.<sup>210</sup> Er alle vilkårene i vphl. § 2-1 oppfylt, foreligger det en fullbyrdet innsidehandel. Derimot foreligger det bare et forsøk dersom ikke alle vilkårene er oppfylt, for eksempel der kjøpet eller salget ikke ble gjennomført.

Tilbaketreden fra forsøk medfører at straffbarheten bortfaller, jf. strl. § 50. I relasjon til innsidehandelsforbudet vil det særlig være aktuelt at innsideren tilbakekaller sitt oppdrag til megleren.<sup>211</sup>

---

<sup>208</sup> Sæbø s. 243.

<sup>209</sup> Sæbø s. 243.

<sup>210</sup> Andenæs s. 314.

<sup>211</sup> Reed s. 288.

## 5 Kildehenvisninger og litteratur

### 5.1 Lover og forskrifter

Asal.	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45
Avtl.	Lov om avslutning av avtaler, om fuldmakter og om ugyldige viljeserklæringer av 31. mai 1918 nr. 4
Børsf.	Børsforskrift. FIN 1994-01-17 nr. 30
Børsl.	Lov om børsvirksomhet m.m. av 17. november 2000 nr. 80
Kjl.	Lov om kjøp av 13. mai 1988 nr. 27
Kredttl.	Lov om tilsynet for kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel av 7. desember 1956 nr. 1
Strl.	Almindelig borgerlig Straffelov av 22. mai 1902 nr. 10
Vphl.	Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79

### 5.2 Forarbeider

NOU 1996:2	Verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 80 (2000-01)	Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v.)
Ot.prp. nr. 29 (1996-97)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 72 (1990-91)	Om lov om endringer i lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel samt endringer i enkelte andre lover
Ot.prp. nr. 68 (1984-85)	Om lov om verdipapirhandel

Kredittilsynets høringsnotat til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven – tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v., datert 19. januar 2000

### 5.3 Rettspraksis

Rt 1990 s. 607

RG 2000 s. 858 (Sævik Supply)

Borgarting lagmannsretts dom av 16.02 04 i sak nr. 03-01353 M/02 (Nagell-Erichsen)

Oslo tingretts dom av 13.03.03 i sak nr. 03-02290 F/29 (Skippervold)

Bergen byretts dom av 15.12.95 i sak nr. 95-02141 M702 (Peppes Pizza)

Oslo byretts dom av 24.06.93 i sak nr. 92-07146 M/45 (Nora)

### 5.4 EU-direktiver

Dir. 89/592/EØF      Rådets direktiv af 13. november 1989 om samordning af  
Retsforskrifter vedrørende insiderhandel

Dir. 2003/6/EF      Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 28. januar 2003  
om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug)

### 5.5 Rundskriv

Kredittilsynets rundskriv 22/2001

### 5.6 Annet

Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs av mars/april 2001

## 5.7 Litteratur

- Andenæs: Andenæs, Johs.: Alminnelig strafferett, 4.utg.  
Oslo 1997. ISBN 82-00-22545-3
- Bergo: Bergo, Knut: Børs- og verdipapirrett, 1. utg.  
Oslo 1998. ISBN 82-456-0466-6
- Christiansen/Bjørland: Christiansen, Per og Bjørland, Jan:  
Verdipapirhandelloven Kommentarutgave, 1. utg.  
Oslo 1990. ISBN 87-574-6450-2
- Hansen: Hansen, Jesper Lau: Informationsmisbrug, 1. utg.  
København 2001. ISBN 87-574-0558-1
- Nordisk Børsrett: Hansen, Jesper Lau (red.), 1. utg.  
København 2003. ISBN 87-574-0886-6
- Reed: Reed, Bjørn Gabriel: Straffbar innsidehandel,  
1.utg. Oslo 1996. ISBN 82-417-0586-7
- Sandeberg: Sandeberg, Catarina af: Marknadsmisbruk, 1. utg.  
Uppsala 2002. ISBN 91-7678-504-1
- Sæbø: Sæbø, Rune: Innsidehandel med verdipapir, 1. utg.  
Bergen 1995. ISBN 82-7674-162-2
- Verdipapirhandelloven  
Kommentarutgave: Bechmann, Tor...[et al.], 1.utg.  
Oslo 2002. ISBN 82-15-00142-4
- Woxholt: Woxholt, Geir: Avtaleinngåelse, ugyldighet og  
tolkning, 1. utg. Oslo 2001. ISBN 82-05-28747-3

Eckhoff/Helgesen:

Eckhoff, Torstein og Helgesen, Jan: Rettskildelære,  
5. utg. Oslo 2001. ISBN 82-518-3988-2

